

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSC.03/30.12.2019.I.17.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI

SHOMIROV AZIZBEK ABDURASHIDOVICH

**IQTISODIYOTGA INVESTITSİYALARNI JALB QILISHDA
QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORI ROLINI OSHIRISH**

08.00.07 – «Moliya, pul muomalasi va kredit»

**Iqtisodiyot fanlari doktori (Doctor of Science) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent shahri – 2025-yil

Fan doktori (DSc) dissertatsiyasi avtoreferati mundarijasi

Оглавление автореферата докторской (DSc) диссертации

Contents of the Doctoral (DSc) dissertation abstract

Shomirov Azizbek Abdurashidovich

Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog‘ozlar bozori rolini oshirish..... 5

Шомиров Азизбек Абдурашидович

Повышение роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику..... 41

Shomirov Azizbek Abdurashidovich

Increasing the role of the securities market in attracting investment into the economy..... 81

E’lon qilingan ishlar ro‘yxati

Список опубликованных работ
List of published works..... 86

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSC.03/30.12.2019.I.17.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI

SHOMIROV AZIZBEK ABDURASHIDOVICH

**IQTISODIYOTGA INVESTITSİYALARNI JALB QILISHDA
QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORI ROLINI OSHIRISH**

08.00.07 – «Moliya, pul muomalasi va kredit»

**Iqtisodiyot fanlari doktori (Doctor of Science) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent shahri – 2025-yil

Fan doktori (Doctor of Science) dissertatsiyasi mavzusi Oliy attestatsiya komissiyasida B2024.1.DSc/Iqt650 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Doktorlik dissertatsiyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universitetida bajarilgan.

Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) Ilmiy kengashning veb-sahifasida (www.tsue.uz) va «Ziyoneb» Axborot ta'lim portalida (www.ziyonet.uz) joylashtirilgan.

Ilmiy maslahatchi:

Omonov Akrom Abdinazarovich
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Rasmiy opponentlar:

Haydarov Nizamiddin Xamrayevich
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Elmirzayev Samariddin Eshkuvatovich
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Xamidova Faridaxon Abdulkarim qizi
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Yetakchi tashkilot:

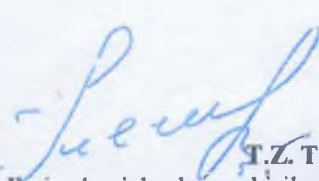
G.V. Plexanov nomidagi Rossiya iqtisodiyot universiteti Toshkent shahri filiali

Dissertatsiya himoyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi DSc.03/30.12.2019.I.17.01 raqamli Ilmiy kengashning 2025 yil «29» 08 soat 14⁰⁰ dagi majlisida bo'lib o'tadi. (Manzil: 100000, Toshkent shahar, Amir Temur shoh ko'chasi, 60A-uy. Tel.: (99871) 234-53-34; faks: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengash@tsue.uz).

Dissertatsiya bilan Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (1719 raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100000, Toshkent shahar, Amir Temur shoh ko'chasi, 60A-uy. Tel.: (99871) 234-53-34. kutubxona@tsue.uz

Dissertatsiya avtoreferati 2025 yil «14» 08 kuni tarqatildi.
(2025 yil «14» 08 dagi 50 raqamli reestr bayonnomasi).




T.Z. Teshabayev
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor


J.X. Ataniyazov
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash ilmiy kotibi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor


I.N. Qo'ziyev
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash qoshidagi ilmiy seminar raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

KIRISH (fan doktori (DSc) dissertatsiyasi annotatsiyasi)

Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati. Jahon hamjamiyatida kuzatilayotgan nobarqaror geosiyosiy vaziyat va iqtisodiy shart-sharoitlar yirik kapital egalari bo'lgan turli investorlarni o'ta sinchkovlik bilan harakat qilishga undamoqda. Xalqaro amaliyot ko'rsatmoqdaki, bunday vaziyatlarda qimmatli qog'ozlar bozori orqali ishonchli moliyaviy instrumentlarga investitsiyalarni yo'naltirish maqbul yechim sifatida namoyon bo'ladi. Qimmatli qog'ozlar bozori (QQB) orqali asosan portfel investitsiyalar oqimi kirib keladi va har qanday mamlakat iqtisodiyotida uning yetakchi o'rnini belgilab beradi. Xalqaro valyuta fondi (International Monetary Fund) ma'lumotlariga ko'ra, "2024-yil boshiga kelib jahonda portfel investitsiya aktivlari (Portfolio Investment Assets) umumiy qiymati 80,3 trln. AQSh dollaridan oshgan bo'lsa, aynan o'zlashtirilgan shu turdagi investitsiyalar hajmida (Portfolio Investment Liabilities) AQSh 30 foizlik ulushga egalik qiladi, Birlashgan Qirollik, Lyuksemburg va Kayman orollari kabi davlatlar har biri 6 foizlik, Fransiya, Irlandiya 5 foizdan, Germaniya va Yaponiya kabilar 4 foizdan, Kanada hamda Niderlandiya 3 foizdan, qolgan dunyo mamlakatlari esa umumiy 28 foizlik ulushga egalik qilmoqda"¹. Bundan tashqari Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) tashkilotining yillik hisobotlariga ko'ra, "2024-yil boshida global aksiyalar bozori kapitalizatsiyasi 115 trln. AQSh dollarini, global daromadi belgilangan qimmatli qog'ozlar bozori umumiy qiymati esa 140 trln. AQSh dollarini tashkil etgan"². Ushbu raqamlardan ma'lum bo'lmoqdaki, iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda QQB rolini mustahkamlash, milliy fond bozoriga turli toifadagi investorlarni jalb qilish orqali uning jozibadorligini oshirish hamda erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlarning YaIMdagi ulushini ko'paytirish kabi masalalar sohada ijobiy o'zgarishlarga erishishda dolzarb sanaladi.

Jahonda xalqaro darajada qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini yanada rivojlantirish, fond bozorlari orqali investitsiyalar oqimini ko'paytirish hamda iqtisodiyotda QQBning rolini oshirish borasida ko'plab ilmiy izlanishlar olib borilmoqda. Ushbu ilmiy izlanishlarda qimmatli qog'ozlar bozorini yanada rivojlantirish, uning asosiy infratuzilmaviy instituti hisoblangan fond birjalari faoliyatini takomillashtirish, iqtisodiyotda QQBning rolini oshirish, QQB orqali investitsiyalar oqimini jadallashtirish, QQB rivojlanishiga ijobiy va salbiy ta'sir qilayotgan omillarni aniqlash hamda tahlil qilish, fond bozorida yangi instrumentlarni joriy qilish orqali investitsiyalarni diversifikatsiyalash, xorijiy fond bozorlariga integratsiyani jadallashtirish, sohani tartibga soluvchi va nazorat qiluvchi organlar faoliyati samaradorligini oshirish kabi malalalar tadqiq etilgan. Biroq, iqtisodiyoti endi rivojlanayotgan mamlakatlarda QQB va uning infratuzilmaviy institutlari faoliyatining barqaror emasligi, fond bozorida investorlarga taklif qilinadigan moliyaviy instrumentlar sonining kamligi yoki

¹ Xalqaro valyuta fondi rasmiy sayti <https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363> Twelfth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics маълумотлари Table 12, 13.

² Securities Industry and Financial Markets Association <https://www.sifma.org/resources/general/2024-capital-markets-outlook/> маълумотлари.

mavjudlaridan foydalanilmayotganligi kabilar iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda QQB rolini oshirish yuzasidan kompleks tadqiqotlar o'tkazishni taqozo etmoqda.

O'zbekistonda so'nggi yillarda QQBni har tomonlama rivojlantirish orqali uning iqtisodiyotga investitsiyalar jalb qilishdagi rolini mustahkamlash borasidagi ishlar davom ettirilmoqda. Ammo, bugungi kunda QQB orqali investitsiyalarni jalb qilishda, ayniqsa, davlat aksiya paketlarini xususiylashtirish uchun ommaviy savdolarga chiqarish bilan bog'liq jarayonlar yuzasidan qabul qilinayotgan normativ-huquqiy hujjatlar belgilangan vazifalarning kechikayotganligi, mamlakat YaIMda erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlar ulushining 1 foizga ham yetmaganligi, QQBda umumiy aksiyadorlik kapitali tarkibida davlat ulushining yuqori ekanligi, fond bozorida yangi turdagi moliyaviy instrumentlarni joriy qilish amaliyotining kechikayotganligi kabi yechimini kutayotgan masalalar mavjud. Umuman olganda bugungi kunda milliy QQBning iqtisodiyotdagi rolini oshirish borasida aniq maqsadlar belgilab olingan, jumladan, "O'zbekiston-2030" strategiyasi 49-maqsadida erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlar savdolari hajmini 8 milliard dollarga yetkazish vazifasi qo'yilgan"³. Aynan iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda QQB rolini oshirishga oid muammolarni aniqlash, ularning yechimi bilan bog'liq taklif-tavsiyalar ishlab chiqish hamda mamlakatimiz fond bozorida xorijiy investorlar kapitalini jalb qilishga salbiy ta'sir etayotgan omillarni aniq tahlil etib, zarur choralarni ko'rish muhim ahamiyat kasb etgani holda, ushbu tadqiqot ishi mavzusining dolzarbligini belgilaydi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentabrdagi PF-158-son "“O'zbekiston–2030” strategiyasi to'g'risida”gi, 2024-yil 21-fevraldagi PF-37-son "O'zbekiston–2030» strategiyasini "Yoshlar va biznesni qo'llab-quvvatlash yili"da amalga oshirishga oid davlat dasturi to'g'risida”gi, 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-son "2022–2026 yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida”gi, 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida”gi farmonlari, 2021-yil 13-apreldagi PQ-5073-son "Kapital bozorini tartibga solish tizimini yanada takomillashtirish chora-tadbirlarito'g'risida”gi, 2022-yil 17-yanvardagi PQ-90-son "Kapital bozorini qo'llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida”gi, 2022-yil 18-martdagi PQ-168-son "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini yanada qisqartirish va xususiylashtirishni jadallashtirishga oid qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida”gi, 2023-yil 24-martdagi PQ-102-son "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida”gi, 2023-yil 18-avgustdagi PQ-283-son "Davlat ishtirokidagi korxonalar va tijorat banklarini isloh qilish mexanizmini takomillashtirish bo'yicha qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida”gi, 2023-yil 2-sentabrdagi PQ-291-son "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida”gi qarorlari, shuningdek, iqtisodiyotga QQB orqali investitsiyalar jalb qilishga oid boshqa me'yoriy-huquqiy hujjatlarda belgilangan

³ <https://lex.uz/ru/docs/6600413> O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentyabrdagi "“O'zbekiston — 2030” strategiyasi to'g'risida”gi PF-158-son farmoni, www.lex.uz.

vazifalarni amalga oshirishga mazkur dissertatsiya tadqiqoti muayyan darajada xizmat qiladi.

Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yoʻnalishlariga mosligi. Mazkur tadqiqot ishi respublika fan va texnologiyalar rivojlanishining I. "Demokratik va huquqiy jamiyatni ma'naviy-axloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirishning ustuvor yoʻnalishi doirasida bajarilgan.

Dissertatsiya mavzusi bo'yicha xorijiy ilmiy tadqiqotlar sharhi⁴. Qimmatli qog'ozlar bozori orqali investitsiyalarni jalb qilish mexanizmini takomillashtirish va uning mamlakat iqtisodiyotidagi rolini oshirish borasida jahonning bir nechta nufuzli iqtisodiy va moliyaviy tashkilotlari, xalqaro moliya institutlari, yetakchi ilmiy-tadqiqot va oliy ta'lim tashkilotlari, jumladan, Birlashgan Millatlar Tashkilotining Xalqaro savdo huquqi bo'yicha komissiyasi (The United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL)), Jahon banki (World Bank), Xalqaro valyuta fondi (International Monetary Fund (IMF)), Jahon fond birjalari federatsiyasi (World Federation of Exchanges), Xalqaro moliya korporatsiyasi (The International Finance Corporation (IFC)), Qimmatli qog'ozlar bo'yicha komissiyalar xalqaro tashkiloti (International Organization of Securities Commissions (IOSCO)), Qimmatli qog'ozlar sanoati va moliya bozorilari assotsiatsiyasi (Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)), Stenford universiteti (Stanford University (USA) kabi tashkilotlarda ilmiy izlanishlar olib borilgan.

Qimmatli qog'ozlar bozori, uning infratuzilmasini rivojlantirish, iqtisodiyotga investitsiyalar jalb qilishda fond bozorlarining rolini oshirish bilan bog'liq ilmiy izlanishlar asosida ko'plab ilmiy va amaliy natijalar olingan: qimmatli qog'ozlar savdosi va investitsiyalar bo'yicha nizolarni ko'rib chiqish yuzasidan xalqaro darajada amal qiladigan me'yoriy hujjatlar ishlab chiqilgan (Birlashgan Millatlar Tashkilotining Xalqaro savdo huquqi bo'yicha komissiyasi); dunyo mamlakatlari kesimida portfel investitsiyalar harakati bo'yicha analitik ma'lumotlarni e'lon qilib borishning samarali tizimi yo'lga qo'yilgan (Xalqaro valyuta fondi); QQB orqali investitsiyalarni jalb qilish istiqbollari bo'yicha xulosalar shakllantirilib, taklif-tavsiyalar ishlab chiqilgan (Xalqaro moliya korporatsiyasi); kapital bozorida investorlar harakati va ularning kapitalini optimal moliyaviy instrumentlarga yo'naltirish yuzasidan tavsiyalar shakllantirilgan (Qimmatli qog'ozlar sanoati va moliya bozorilari assotsiatsiyasi, AQSh); fond bozorida investitsiya portfelini muntazam diversifikatsiyasini ta'minlash, portfel va unga oid risklarni baholash asosida invetorlarni potensial yo'qotishlardan himoyalash yuzasidan tavsiyalar shakllantirilgan (Stenford universiteti, AQSh).

Bugungi kunda xalqaro amaliyotga nazar tashlaydigan bo'lsak, qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini rivojlantirish, fond bozori orqali investitsiyalarni jalb qilish va uning mamlakat iqtisodiyotidagi rolini oshirish bo'yicha bir qator ilmiy

⁴Tadqiqot ishi mavzusi yuzasidan o'rganilgan izlanishlar sharhi manbalari quyidagilar: <https://uncitral.un.org>, www.worldbank.org, <https://www.imf.org>, <https://www.world-exchanges.org/>, <https://www.ifc.org>, <https://www.iosco.org>, <https://www.sifma.org/>, <https://www.stanford.edu/>.

izlanishlar olib borilmoqda, xususan, iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilish mexanizmlarini takomillashtirish, portfel investitsiyalarning iqtisodiyotdagi oʻrni va rolini oshirishning metodologik asoslarini takomillashtirish, zamonaviy sharoitlarga mos yangi moliyaviy instrumentlarni joriy qilish orqali investitsiyalarni jalb qilish, investorlar va hukumat oʻrtasida yuzaga kelishi mumkin boʻlgan nizolarni bartaraf etish, fond bozorida investorlarda tushkunlik holatini oldini olish, QQBda raqamli texnologiyalarni qoʻllash orqali inson omilini kamaytirish yoʻli bilan korrupsion holatlarni oldini olish, iqtisodiyotda davlat ulushini kamaytirish yuzasidan davlatga tegishli aksiya paketlarini xususiylashtirish orqali investitsiyalarni jalb qilish.

Muammoning oʻrganilganlik darajasi. Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qogʻozlar bozori rolini oshirishning nazariy-metodologik asoslari va fond bozorining tashkiliy-huquqiy asoslari, milliy QQBda investorlar faoliyatini takomillashtirish borasida xorijlik iqtisodchi olimlar koʻplab ilmiy izlanishlar olib borgan. Xususan, xorijiy yetakchi iqtisodchilardan K. Marks, A. Smit, D. Rikardo, T. Veblen, D. Kaneman, A. Tverski, K. Makkonell, Benjamin Graham, Harry Markowitz, William Sharpe, Eugene Fama, Robert Shiller, Fischer Black and Myron Scholes, Frank J. Fabozzi, Frederick S. Mishkin, Kent Matthews, Massimo Giuliadori, D. Hirshleifer, S. Teoh, L.A. Bebhuk, A. Cohen, A. Ferrell, J. C. Coffee, P. Gomber, J. Koch, M. Siering, G. Friede, T. Busch, A. Bassen, B. Li, J. Yang, Y. Wang, A. Naik, E. Varijalar oʻz ilmiy izlanishlarida qimmatli qogʻozlar bozorining amal qilish mexanizmi, undagi mavjud instrumentlar xususiyatlari, fond bozorining rivojlanish evolyutsiyasi, QQB orqali investitsiyalar jalb qilish mexanizmi kabi masalalarni tadqiq qilishgan⁵.

⁵ К. Маркс. Капитал в одном томе / — Москва : Издательство АСТ: ОГИЗ, 2021. — 960 с.; Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. — М.: Эксмо, 2016.; Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. Избранное / Д. Рикардо; [пер. с англ.; предисловие. П.Н. Ключкина]. — М.: Эксмо, 2008. — 960 с. — (Антология экономической мысли.); Веблен, Т. (1899). Теория праздного класса, Коммонс, Дж. Р. (1934). Институциональная экономика, Митчелл, У. К. (1913). Деловой цикл; Канеман, Д., & Тверски, А. (1979). Теория перспектив: анализ принятия решений в условиях риска, Талер, Р. (2015). Подталкивание: улучшение решений о здоровье, благосостоянии и счастье.; Макконелл К. Р. Экономикс: в 2 т. Т. I. М., 1992.; Бенджамин Грэм, Джейсон Цвейг. Разумный инвестор = The Intelligent Investor: The Definitive Book On Value Investing, Revised Edition. — М.: «Вильямс», 2006. — 672 с. — ISBN 5-8459-0910-4.; Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, 7(1), 77-91.; Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. The Journal of Finance, 19(3), 425-442.; Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. The Journal of Finance, 25(2), 383-417.; Shiller, R. J. (2000). Irrational Exuberance. Princeton University Press.; Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, 81(3), 637-654.; Fabozzi, Frank J. Bond Markets, Analysis and Strategies. Prentice Hall, 2000. ; Frederick S. Mishkin, Kent Matthews and Massimo Giuliadori. The economics of money, banking and financial markets. UK. Pearson, 2013. P.3.; Frederic S. Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. USA. Prentice Hall, 2012. P.2.; Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. Journal of Accounting and Economics, 36(1-3), 337-386.; Bebhuk, L. A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? Review of Financial Studies, 22(2), 783-827.; Coffee, J. C. (2007). Law and the market: The impact of enforcement. University of Pennsylvania Law Review, 156(2), 227-298.; Gomber, P., Koch, J.-A., & Siering, M. (2017). Digital finance and fintech: current research and future research directions. Journal of Business Economics, 87(5), 537-580.; Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 210-233.; Li, B., Yang, J., Wang, Y., & Niu, J. (2022). Research on the Relationship Between Macroeconomic Indicators and Stock Market Value. Proceedings of Business and Economic Studies, 5(5), 158-163. <https://doi.org/10.26689/pbes.v5i5.4243>; Naik, A. (2024). Impact of macroeconomic factors on the indian stock market. Indian Scientific Journal Of Research In Engineering And Management, 08(05), 1-5. <https://doi.org/10.55041/ijrsrem32511>; Varija, E. al. B. (2023). Analysis of Stock Portfolio with Global Economic

Qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish orqali uning iqtisodiyotdagi ahamiyatini oshirish, fond bozori xususiyatlarini tadqiq qilish yuzasidan MDH mamlakatlari yetakchi iqtisodchilari ham ilmiy izlanishlar olib borgan. Jumladan, Я. Миркин, Б. Рубцов, А. Буренин, Т. Бердникова, Г. Федотов, В. Белых, В. Галанова, Е. Стародубцева, В. Галанов, Р. Садыхов kabilar qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatining nazariy asoslari, amaliy masalalari va rivojlanish tendensiyalari yuzasidan tadqiqotlar o'tkazgan⁶.

Mahalliy iqtisodchi olimlardan A. Vaxabov, N. Jumayev, I. Butikov, Sh. Shoxa'zamiy, M. Xamidulin, B. Toshmurodova, S. Elmirzayev, F. Xamidova, V. Kotov, E. Nosirov kabilar qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini takomillashtirish va fond bozori orqali investitsiyalarni jalb qilish masalalari yuzasidan ilmiy izlanishlar olib borishgan⁷.

Tadqiqot ishi mavzusi doirasida, ya'ni qimmatli qog'ozlar bozorining iqtisodiyotdagi rolini oshirish bilan bog'liq muammolar va ularning yechimlari bo'yicha J. Karimqulov, qimmatli qog'ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo'nalishlari bo'yicha F. Muxamedov hamda so'nggi yillarda mamlakatimizda QQB infratuzilmasini rivojlantirish va milliy fond bozori faoliyatini takomillashtirish yuzasidan U. Xoliqov, X. Xudoyqulov, Sh. Sultonov, A. Ibodullayev, A. Karimov, A. Xo'jamurodov, B. Boyev, N. Abdullayeva kabi iqtisodchilar ilmiy tadqiqotlar o'tkazib kerakli taklif va tavsiyalar shakllantirgan⁸.

Factors using Dynamic Data Modelling. International Journal on Recent and Innovation Trends in Computing and Communication. <https://doi.org/10.17762/ijritcc.v11i10.8677>.

⁶Я.М. Миркин Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: дис. ... докт. эконом. наук. М., 2003.; Мировые рынки ценных бумаг : научное издание / Б. Б. Рубцов. - М. : Экзамен, 2002. - 448 с. - ISBN 5-94692-070-7 : 1035.00 тг, Рубцов Б.Б. Рынок ценных бумаг: Учебник. Москва: КноРус, 2023, URL: <https://book.ru/book/949341>; Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие — М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. —352 с.; 2008.; Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. – М.:ИНФРА – М, 2006. -144 с.; Федотов Г.А. Ценные бумаги: понятие, виды, правовой режим. – М.: Юридическая литература, 2006.; Белых В.С. Оценка стоимости ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика.; В.А.Галанова, А.И.Басова Рынок ценных бумаг. МОСКВА «ФИНАНСЫ И СТАТИСТИКА» 2006.; Е. Б. Стародубцева Рынок ценных бумаг. Москва ИД «ФОРУМ» - ИНФРА-М 2006.; 2011; Галанов В.А. (2007). Рынок ценных бумаг. Учебник. Инфра-М. ISBN 978-5-16-002869-9.; Р.О. Садыхов основные тенденции развития рынка ценных бумаг Азербайджана. Социально-Экономическое Развитие Государств Евразии. 2011 г.

⁷Vaxabov A.V., Jumaev N.X., Hoshimov E.A. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi: sabablari, xususiyatlari va iqtisodiyotga ta'sirini yumshatish yo'llari. – T.: Akademnashr, 2009. -141 b.; Бутиков, И. (2023). Проблемы привлечения финансовых ресурсов акционерных обществ с государственной долей в уставном фонде за счет выпуска акций. [http://conference.tsue.uz/index.php/article/Шохаъзамий Ш.Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане, Ав-рат дисс...доктора. экон. наук.-Ташкент, БФА, 2011.](http://conference.tsue.uz/index.php/article/Шохаъзамий Ш.Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане, Ав-рат дисс...доктора. экон. наук.-Ташкент, БФА, 2011.;); Хамидулин М.Б Развитие финансового механизма корпоративного управления, Автореферат дисс...доктора. экон. наук.-Ташкент, БФА, 2009.; Elmirzaev S.E. va boshqalar. Moliya bozori. Darslik /– T.: “Iqtisod Moliya”, 2019. – 324 b.; Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия: автореферат дисс... к.э.н. - Ташкент, 2009.-19 с.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. - 23 с.; Nasirov E.I. Qimmatli qog'ozlar bozorida tijorat banklari rolini oshirish masalalari: i.f.n. ...diss. avtoreferati. – Toshkent, 2006. - 21 b.

⁸ Karimqulov J.I. O'zbekiston iqtisodiyotida qimmatli qog'ozlar bozori rolini oshirish yo'llari: i.f.n. ...diss. avtoreferati. – Toshkent, 2012. - 22 b.; Muxamedov F.T. O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo'nalishlari, Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) diss. avtoreferati – Toshkent, 2019. – 28 b.; Xoliqov U.R. O'zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2017. - 24 b.; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2018. - 24 b.; Sultonov Sh.N. O'zbekistonda fond bozorini rivojlantirish yo'llari: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2020. – 24.; Ibodullaev A.A. O'zbekistonda uyushgan

Tadqiqotning dissertatsiya bajarilgan oliy ta'lim muassasasining ilmiy tadqiqot ishlari rejalari bilan bog'liqligi. Dissertatsiya tadqiqoti Toshkent davlat iqtisodiyot universitetining ilmiy tadqiqot ishlari rejasining ITM-3. "Iqtisodiyotni modernizatsiya qilish sharoitida moliya, bank va hisob tizimini muvofiqlashtirishning ilmiy asoslari" mavzusidagi ilmiy tadqiqot yo'nalishlari bilan bog'liq holda bajarilgan.

Tadqiqotning maqsadi iqtisodiyotga investitsiyalar jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozori rolini oshirish yuzasidan ilmiy taklif va amaliy tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqotning vazifalari quyidagilardan iborat:

qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatining nazariy-metodologik asoslari: nazariy qarashlar va yondashuvlarni, iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozorining ahamiyati va zaruriyati hamda tadrijiy rivojlanishini tadqiq qilish;

iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozorining segmentatsiyasi va funksiyalarini yoritib berish;

qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish va nazorat qilish bo'yicha jahon amaliyotining o'ziga xos xususiyatlarini, O'zbekiston iqtisodiyotiga qimmatli qog'ozlar bozori orqali investitsiyalar jalb qilishning tashkiliy-huquqiy asoslarini yoritish;

O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatiga ta'sir etuvchi omillarning tasniflanishi hamda ularning tavsifini shakllantirish;

qimmatli qog'ozlar bozori orqali jalb qilingan investitsiyalarning xorij va O'zbekiston amaliyotlarini tahlil qilish, iqtisodiyotga QQB orqali xorijiy investitsiyalar jalb qilishga ta'sir etuvchi omillarni baholash;

mamlakatimizda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini rivojlantirish muammolari va ularni bartaraf etish yo'llarini aniqlash;

xalqaro tajribalar asosida O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini takomillashtirish masalalarini tadqiq qilish;

O'zbekiston iqtisodiyotiga qimmatli qog'ozlar bozori orqali investitsiyalar jalb qilish istiqbollari bo'yicha tavsiyalar ishlab chiqish.

Tadqiqotning obyekti O'zbekiston milliy qimmatli qog'ozlar bozori faoliyati hisoblanadi.

Tadqiqotning predmeti bo'lib, iqtisodiyotga investitsiyalar jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozori rolini oshirish bilan bog'liq moliyaviy munosabatlar tizimi hisoblanadi.

Tadqiqotning usullari. Tadqiqot jarayonida tizimli tahlil, umumlashtirish, guruhlash, kuzatish, tahlilning mantiqiy va taqqoslama usullari, induksiya va deduksiya hamda statistik tahlil, ekonometrik modellash kabi usullardan foydalanildi.

qimmatli qog'ozlar bozorini takomillashtirish ("Toshkent" respublika fond birjasi misolida): Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2021. – 60 b.; Karimov A.I. Aholining bo'sh pul mablag'larini jalb qilish orqali qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish. Iqt. fan. bo'y. fal. dok. (PhD)...avtoref. – T.: 2021. – 60 b.; Xo'jamurodov A.J. Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida fond bozori infratuzilmasini takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2019. – 26.; Boyev B. J. Aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotini takomillashtirishning asosiy yo'nalishlari. Iqt. fan. bo'y. fal. dok. (PhD)...avtoref. – T.: 2021. – 56 b.; Abdullaeva N.A. Sug'urta kompaniyalarining fond bozorida faoliyatini takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2022.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi quyidagilardan iborat:

xususiylashtiriladigan davlat mulklari, shu jumladan davlat aksiya paketlari bo'yicha investorlar tomonidan to'lanadigan shartnoma summasi savdo sanasidagi belgilangan BHMning 20 ming baravaridan oshgan taqdirda to'lovlarni 3 yilgacha bo'lgan muddatda bo'lib to'lashga imkoniyat berish taklif etilgan;

tijorat banklarining investitsiyaviy jozibadorligini oshirish maqsadida xalqaro moliyaviy institutlaridan jalb qilingan kredit mablag'larini bank aksiyalariga konvertatsiya qilish asosida banklar kapitallashuvida xorijiy strategik investorlar ishtirokini ta'minlash asoslangan;

mahalliy qimmatli qog'ozlar bozorida yangi moliyaviy instrumentlar orqali investitsiyalar diversifikatsiyasini ta'minlashda fond birjasi "Stock market" aksiyalar bozorining mavjud listing toifalariga kiritilgan emitentlarga muddati 1 yildan ko'p bo'lmagan birja obligatsiyalarini chiqarish imkoniyatini berish taklif etilgan;

O'zbekiston Respublikasining norezidenti bo'lgan yuridik shaxslarning aksiyalar bo'yicha hisoblangan dividendlar tarzidagi daromadlariga O'zbekiston Respublikasining rezidenti bo'lgan yuridik shaxslar kabi foyda solig'ining 5 foiz stavkasini qo'llash muddatini uzaytirish taklif etilgan;

qimmatli qog'ozlar bozori orqali investitsiyalar jalb qilishda SPO amaliyotidan foydalanish jarayonida aksiyadorlik jamiyatlari ustav kapitalining 4 foizdan kam bo'lmagan miqdordagi aksiya paketini joylashtirish taklif etilgan.

Tadqiqotning amaliy natijasi quyidagilardan iborat:

jahon amaliyoti va O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori evolyutsiyasi hamda turli iqtisodiy maktablarning QQB bo'yicha yondashuvlari tadqiq qilingan va "qimmatli qog'ozlar bozori" iqtisodiy kategoriyasining talqini yuzasidan turli yondashuvlarning qiyosiy tahlili keltirilgan hamda mualliflik ta'rifi shakllantirilgan;

xorijiy mamlakatlarda QQB orqali portfel investitsiyalar oqimi tahlil qilingan va "Baffet indikatori" bo'yicha ko'rsatkichlari hisoblangan;

O'zbekistonda milliy QQB orqali investitsiyalar jalb qilish amaliyoti tahlil qilingan va mamlakat iqtisodiyotida uning salmog'i yoritib berilgan hamda davlatga tegishli aksiya paketlarini xususiylashtirish zaruriyati asoslangan;

qimmatli qog'ozlar bozori orqali portfel xorijiy investitsiyalarni jalb qilishga makroiqtisodiy ko'rsatkichlarning ta'siri baholangan;

milliy QQBda fiskal instrumentlar orqali investorlarni rag'batlantirish dolzarbligi asoslangan va mahalliy fond birjasida "Privatizatsiya (Xususiylashtirish)" listing toifasini joriy qilish orqali davlat aksiya paketlarini sotuvga chiqarishni soddalashtirish hamda jadallashtirish tavsiya etilgan.

Tadqiqot natijalarining ishonchliligi. Ushbu dissertatsiya ishida qo'llanilgan usul va yondashuvlar, nazariy hamda tahliliy ma'lumotlar rasmiy manbalardan olingan bo'lib, asoslantirilgan xulosalar, zarur taklif va tavsiyalar shakllantirilib, amaliyotga joriy etilganligi, Jahon banki, Xalqaro valyuta fondi, Jahon fond birjalari federatsiyasi, O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi, O'zbekiston Respublikasi Investitsiyalar, sanoat va savdo vazirligi, O'zbekiston Respublikasi Milliy statistika qo'mitasi, Davlat aktivlarini boshqarish agentligi, O'zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentli, Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi, "Toshkent" Respublika fond birjasi kabi tashkilotlarning ma'lumotlariga mosligi bilan xarakterlanadi.

Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati. Ushbu dissertatsiya ishi natijalarining ilmiy ahamiyati ulardan qimmatli qog'ozlar bozori orqali investitsiyalarni jalb qilish va uning iqtisodiyotdagi rolini oshirishga oid nazariy-metodologik va milliy fond bozori faoliyatini samarali tashkil etish va takomillashtirishga bag'ishlangan ilmiy-tadqiqotlarni amalga oshirishda foydalanish mumkinligi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining amaliy ahamiyati ishlab chiqilgan ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalardan iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda QQB rolini oshirish va davlat ulushi hisoblangan aksiya paketlarini xususiylashtirish masalalariga doir chora-tadbirlar, rivojlantirish dasturlari, konsepsiya hamda strategiyalarni ishlab chiqishda foydalanish mumkinligi bilan xarakterlanadi.

Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi. Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozori rolini oshirish yuzasidan olib borilgan tadqiqotlar natijasida ishlab chiqilgan taklif va tavsiyalar asosida:

xususiylashtiriladigan davlat mulklari, shu jumladan davlat aksiya paketlari bo'yicha investorlar tomonidan to'lanadigan shartnoma summasi savdo sanasidagi belgilangan BHMning 20 ming baravaridan oshgan taqdirda to'lovlarni 3 yilgacha bo'lgan muddatda bo'lib to'lashga imkoniyat berish taklifi O'zbekiston Respublikasining 2024-yil 14-fevraldagi "Davlat mulkini xususiylashtirish to'g'risida"gi O'RQ-907-son qonunining 31-moddasi 3-bandida o'z aksini topgan (Davlat aktivlarini boshqarish agentligining 2025-yil 11-martdagi 03/08-1-12/1048-son ma'lumotnomasi). Natijada, 2024-yil davomida qiymati 20 ming BHMdan ortiq bo'lgan 103 ta davlat mulklari "E-auksion" elektron savdo platformasi orqali hamda 13 ta davlat aksiya paketlari "Toshkent" Respublika fond birjasida ommaviy savdolarga chiqarilishiga erishilgan;

tijorat banklarining investitsiyaviy jozibadorligini oshirish maqsadida xalqaro moliyaviy institutlardan jalb qilingan kredit mablag'larini bank aksiyalariga konvertatsiya qilish asosida banklar kapitallashuvida xorijiy strategik investorlar ishtirokini ta'minlash bo'yicha taklifidan O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 31-iyuldagi "O'zsanoatqurilishbank" aksiyadorlik tijorat bankining moliyaviy barqarorligini mustahkamlash va xususiylashtirishni jadallashtirishga oid qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida"gi PQ-253-son qarorini ishlab chiqishda foydalanilgan (O'zbekiston Respublikasi Investitsiyalar, sanoat va savdo vazirligining 2025-yil 18-apreldagi 04-72-2-00417-son ma'lumotnomasi). Natijada, 2023-yil yakuniga kelib "O'zsanoatqurilishbank" aksiyadorlik tijorat banki tomonidan Osiyo taraqqiyot banki bilan bank oddiy aksiyalariga konvertatsiya qilinuvchi 50 mln. AQSh dollari miqdoridagi kredit liniyasi jalb qilinishi to'g'risida bitim imzolanishiga erishilgan;

mahalliy qimmatli qog'ozlar bozorida yangi moliyaviy instrumentlar orqali investitsiyalar diversifikatsiyasini ta'minlashda fond birjasi "Stock market" aksiyalar bozorining mavjud listing toifalariga kiritilgan emitentlarga muddati 1 yildan ko'p bo'lmagan birja obligatsiyalarini chiqarish imkoniyatini taqdim qilish yuzasidan taklifidan "Toshkent" Respublika fond birjasi Kuzatuv kengashining 2023-yil 12-maydagi 6-sonli Bayonnomasi bilan tasdiqlangan "Toshkent" Respublika fond birjasi aksiyadorlik jamiyatida birja obligatsiyalarini ro'yxatdan o'tkazish, joylashtirish va muomalaga kiritish Tartibi"ni ishlab chiqishda foydalanilgan (O'zbekiston Respublikasi Investitsiyalar, sanoat va savdo

vazirligining 2025-yil 18-apreldagi 04-72-2-00417-son ma'lumotnomasi). Natijada 2025-yil boshiga kelib "Toshkent" RFB "Stock market" aksiyalar bozorining "Premium", "Standart" va "Tranzit" listing toifalariga kiritilgan 65 ta emitent birja obligatsiyalarini emissiya qilib, soddalashtirilgan tartibda faqatgina fond birjasi ro'yxatidan o'tgan holda qisqa muddat ichida investitsiyalarni jalb etish imkoniyatiga ega bo'lgan;

O'zbekiston Respublikasining norezidenti bo'lgan yuridik shaxslarning aksiyalar bo'yicha hisoblangan dividendlar tarzidagi daromadlariga O'zbekiston Respublikasining rezidenti bo'lgan yuridik shaxslar kabi foyda solig'ining 5 foiz stavkasini qo'llash muddatini uzaytirish yuzasidan taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentabrdagi PQ-291-son "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi Qarorida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Investitsiyalar, sanoat va savdo vazirligining 2025-yil 18-apreldagi 04-72-2-00417-son ma'lumotnomasi). Natijada, 2028-yil 31-dekabrqa qadar O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida yuridik shaxs maqomidagi xorijiy investorlarga mahalliy yuridik shaxs toifasidagi investorlar bilan teng sharoit va imtiyozlarning yaratilishiga hamda mamlakat fond bozorining investitsiyaviy jozibadorligini oshirishga erishilgan hamda 2024-yil natijalariga ko'ra, O'zbekiston Respublikasining norezidenti hisoblangan 171 nafar yuridik shaxslar aksiyalar bo'yicha hisoblangan dividendlar tarzidagi daromadlariga 5 foiz stavkada soliq to'lab, o'zlarining ixtiyorida 751,8 mlrd. so'm miqdoridagi mablag'ni tejab qolgan;

qimmatli qog'ozlar bozori orqali investitsiyalar jalb qilishda SPO amaliyotidan foydalanish jarayonida aksiyadorlik jamiyatlari ustav kapitalining 4 foizdan kam bo'lmagan miqdordagi aksiya paketini joylashtirish taklifi Davlat aktivlarini xususiylashtirish va xususiylashtirish jarayonlarini muvofiqlashtirish davlat komissiyasining 2024-yil 13-sentabrdagi 84-son bayonida o'z aksini topgan (Davlat aktivlarini boshqarish agentligining 2025-yil 11-martdagi 03/08-1-12/1048-son ma'lumotnomasi). Natijada, "Xalqchil IPO" dasturi doirasida "O'zbekiston respublika tovar-xom ashyo birjasi" AJ ustav kapitalidagi 4,44 foizga teng davlat aksiya paketini xususiylashtirish maqsadida mahalliy fond birjasida ikkilamchi ommaviy joylashtirish (SPO)ga chiqarilishiga va 42,9 mlrd. so'm miqdoridagi investitsiyalar jalb qilinishiga erishilgan.

Tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi. Ushbu dissertatsiya tadqiqot ishi natijalari 11 ta xalqaro va 10 ta respublika miqyosidan tashkil etilgan ilmiy anjumanlarda muhokamadan o'tkazilgan.

Tadqiqot natijalarining e'lon qilinganligi. Dissertatsiya ishi mavzusi bo'yicha jami 35 ta ilmiy ish, jumladan, 1 ta monografiya, Oliy attestatsiya komissiyasi tomonidan e'tirof etilgan jurnallarda 13 ta, xususan, xorijiy nufuzli jurnallarda 3 ta ilmiy maqola, shu bilan birgalikda, xalqaro va respublika miqyosida tashkil etilgan ilmiy-amaliy konferensiyalarda 21 ta ma'ruza va tezislarni nashr etilgan.

Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi. Ushbu tadqiqot ishi kirish, to'rtta bob, xulosa va foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati hamda ilovalardan iborat. Dissertatsiyaning hajmi 248 betni tashkil etadi.

DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

Kirish qismida o'tkazilgan tadqiqotlarning dolzarbligi va zarurati asoslangan, respublika fan va texnologiyalar rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga mosligi ko'rsatib o'tilgan, muammoning o'rganilganlik darajasi va dissertasiya bajarilgan oliy ta'lim muassasasining ilmiy-tadqiqot ishlari bilan bog'liqligi bayon etilgan, dissertasiya mavzusi bo'yicha xorijiy ilmiy tadqiqotlar sharhi, maqsadi va vazifalari hamda obyekti, predmeti va usullariga tavsif berilgan, tadqiqotning ilmiy yangiligi va amaliy natijalari yoritilgan, tadqiqot natijalarining ishonchliligi va joriy qilinishi izohlab berilgan, tadqiqot natijalarining aprobatyasi, e'lon qilinganligi, tuzilishi va hajmi to'g'risida ma'lumotlar keltirilgan.

Dissertasiyaning **“Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatining nazariy asoslari va evolyutsiyasi”** deb nomlangan birinchi bobida qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatining nazariy-metodologik asoslari: nazariy qarashlar va yondashuvlar, iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozorining ahamiyati va zaruriyati hamda tadrijiy rivojlanishi va iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozorining segmentatsiyasi va funksiyalari tadqiq etilgan.

Garchi “qimmatli qog'ozlar” atamasi nisbatan yangi atama bo'lsa-da, bu tushunchaning o'zi qadimgi sivilizatsiyalardan beri mavjud bo'lgan desak mubolag'a bo'lmaydi. Masalan, Qadimgi Rimda qarz tilxatlari mavjud bo'lgan, ularni zamonaviy obligatsiyalarning prototipi deb hisoblash mumkin. O'rta asrlarda Yevropada savdogarlar veksellardan - kelajakda ma'lum miqdorda pul to'lash majburiyatini tasdiqlovchi hujjatlardan foydalanganlar.

O'zbekiston Respublikasining 2015-yil 3-iyun sanasida qabul qilingan yangi tahrirdagi “Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida”gi O'RQ-387-sonli Qonunining 3-moddasida “Qimmatli qog'ozlar – hujjatlar bo'lib, ular mazkur hujjatlarni chiqargan yuridik shaxs bilan ularning egasi o'rtasidagi mulkiy huquqlarni yoki qarz munosabatlarini tasdiqlaydi, dividendlar yoki foizlar tarzida daromad to'lashni hamda ushbu hujjatlardan kelib chiqadigan huquqlarni boshqa shaxslarga o'tkazish imkoniyatini nazarda tutadi⁹” deb izoh berilgan.

Iqtisodiy bilimlar tarixida U.Sharp, G.Aleksandr hamda Dj.Beyli kabi iqtisodchi olimlarning ilmiy izlanishlari aynan kapital egalari bo'lgan investorlar uchun haqiqiy tub burilish bo'lganligi sir emas. Ushbu tadqiqotchilarga ko'ra “Qimmatli qog'ozlar – ma'lum sharoitlarda qonun bilan mustahkamlangan, kelajakda ma'lum bir naf (foyda, daromad) keltiradigan guvohnomalardir” deya ta'rif berilgan¹⁰. Fikrimizcha, albatta ushbu ta'rif o'ta umumiy tarzda berilgan bo'lib, qaysidir ma'noda iqtisodchi bo'lmagan foydalanuvchilar uchun ham sodda ko'rinadi, ammo ushbu iqtisodiy kategoriyaning to'liq ifodalanishini bildirmaydi.

Rossiyalik yana bir iqtisodchi G. Fedotov o'z ilmiy izlanishlarida qimmatli qog'ozlarning huquqiy tabiati, ularning turlari va muomaladagi xususiyatlarini o'rganib chiqqan. U qimmatli qog'ozlarni mulkiy huquqlarni tasdiqlovchi hujjatlar

⁹ O'zbekiston Respublikasi “Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida”gi Qonunining 3-moddasi.

¹⁰ Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж. Инвестиции. - Пер. с англ. – М.: ИНФРА М, 1999. - XII, 1028 с.

deb ta'riflagan, ularni amalga oshirish yoki topshirish faqat ushbu hujjatlar taqdim etilganda mumkinligini ta'kidlagan¹¹. Shu o'rinda ushbu iqtisodchining fikr-mulohazalariga kichik raddiya yoki qo'shimcha sifatida keltirib o'tishimiz lozimki, qimmatli qog'ozlar nafaqat mulkiy huquqlarni, balki nomulkiy huquqlarni ham o'z egalariga taqdim etishi mumkin.

V.A. Tatyannikovaning ta'kidlashiga ko'ra, "Qimmatli qog'oz vaqtincha bo'sh pul mablag'larini investitsiya qilish vositasidir"¹² – deya talqin qilingan.

Mahalliy iqtisodchilardan I.L. Butikovning fikricha, "Qimmatli qog'ozlar – bu hujjat shaklidagi yoki ixtisoslashtirilgan tashkilotlar (depozitariylar)dagi hisobraqamlarda yozuvlar ko'rinishida alohida usul bilan tasdiqlanadigan, xo'jalik yurituvchi subyektlar tomonidan qarz yoki aksiyadorlik kapitali ko'rinishida jalb etiladigan mablag'larni jalb qilish, qayta taqsimlash va qaytarib to'lash sohasidagi mulkiy hamda u bilan bog'liq nomulkiy huquqlardir"¹³.

Sh.Sh. Shoxa'zamiyga ko'ra, "Qimmatli qog'oz – bu, umuman olganda, monetizatsiyalashgan (pul bilan ta'minlangan) real bazisga ekvivalent ("egiz-analog") qiymatga (bahoga) va xossalarga ega bo'lgan, maxsus iqtisodiy-informatsion-huquqiy mexanizm bilan ta'minlangan, o'ziga xos bozordagi moliyaviy munosabatlarni belgilovchi, shakllantiruvchi va rivojlantiruvchi, moliyaviy resurslarni taqsimlanishi va qayta taqsimlanishini ta'minlovchi, muayyan hollarda ma'lum daromad keltiruvchi vosita sifatida har xil turlarda, shakl va mazmunlarda namoyon bo'ladigan investitsion kapital, ham to'lov vositasi, ham fond bozorining alohida tovaridir"¹⁴.

Qimmatli qog'ozlar bozori esa iqtisodiyotning barometri sifatida ko'rib, moliya-kredit tizimining eng yirik bo'g'inlaridan hisoblanadi. Moliya bozori ushbu segmentining nazariy-metodologik asoslari, ya'ni ushbu bozor bo'yicha nazariy qarashlar, uning funktsiya va vazifalari hamda institutsional asoslari haqida jahon va mahalliy yetakchi iqtisodchilari tomonidan olib borilgan ilmiy izlanishlar natijalaridan ko'rinadiki, qimmatli qog'ozlarning har qanday turi QQBda savdo instrumenti sifatida namoyon bo'lib, o'z egalariga qandaydir naf olib keladigan moliyaviy vosita hisoblanadi.

Ilmiy izlanishlar davomida xorijiy va mahalliy iqtisodchilarning QQBning shakllanishi, rivojlanishi hamda samarali amal qilishi bo'yicha ko'plab tadqiqotlarini o'rganib chiqildi. Tadqiqotlar bo'yicha "Qimmatli qog'ozlar bozori" iqtisodiy kategoriyasiga berilgan mualliflik ta'riflarini tizimlashgan holda quyidagi 1-jadvalda taqdim etamiz. 1-jadvalda turli iqtisodchilar hamda ayrim xalqaro moliya institutlarining QQB mazmuni yuzasidan mualliflik pozitsiyalari hamda yondashuvlari keltirib o'tilganiga guvoh bo'lamiz. Ushbu jadvaldan xulosa qilish mumkinki, ayrim manbalarda QQB iqtisodiy kategoriyasiga ma'lum xususiyatlarga ega hamda ayrim funksiyalarni bajaradigan tizim sifatida ta'rif berilgan bo'lsa, boshqa manbalarda ma'lum shartlarni bajaradigan mexanizm sifatida qaralgan, yana boshqalari esa kichik bir iqtisodiy makon deb xulosaga kelishgan.

¹¹ Федотов Г.А. Ценные бумаги: понятие, виды, правовой режим. – М.: Юридическая литература, 2006.

¹² Oldingi manba.

¹³ I.L.Butikov. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. T.: Konsauditform. 2001 y.17-b (496 b).

¹⁴ Sh.Sh.Shoxa'zamiy va boshqalar. Qiimmatli qog'ozlar. O'quv qo'llanma. T.: Iqtisod-moliya. 2010. 5-b (130 b).

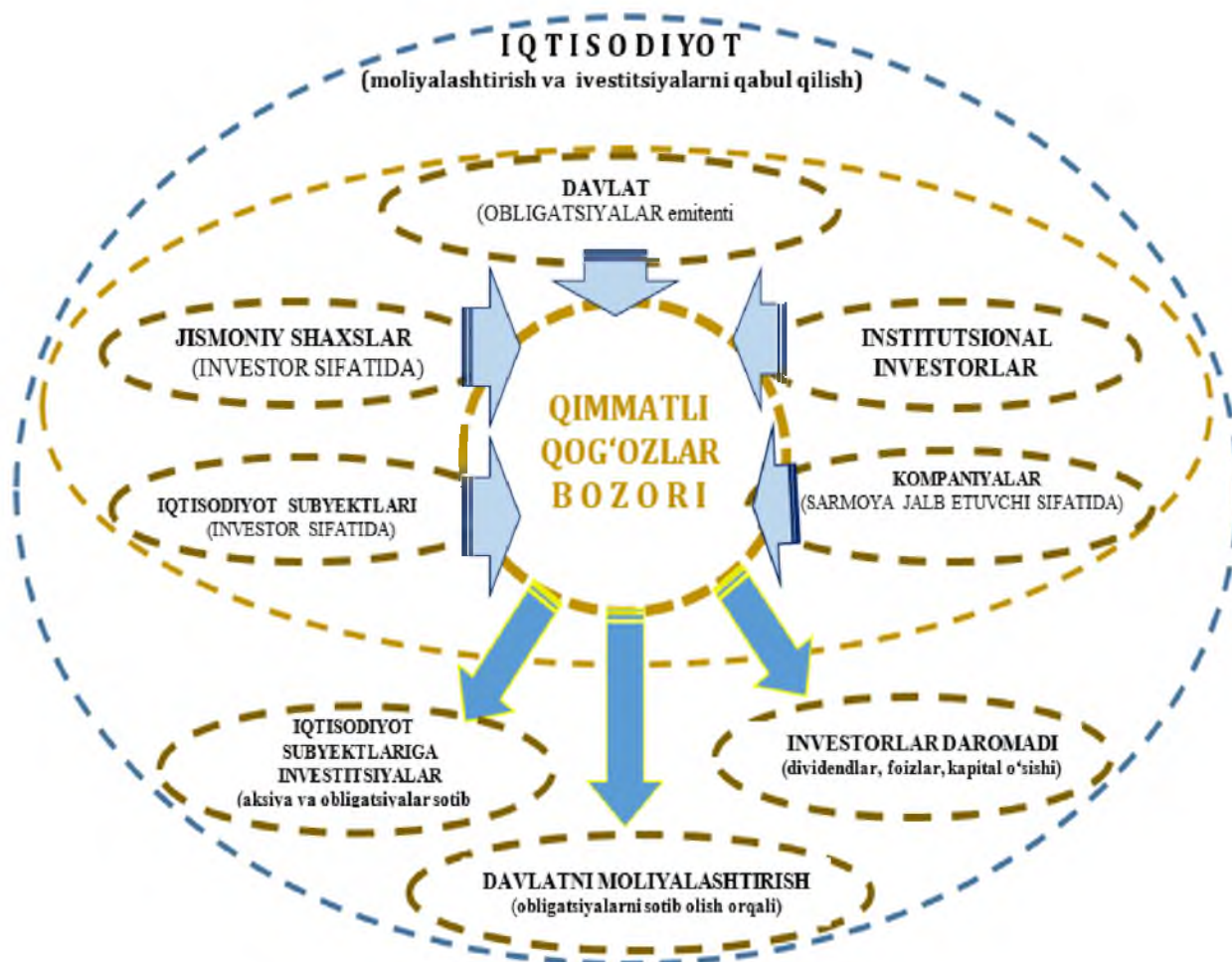
“Qimmatli qog‘ozlar bozori” iqtisodiy kategoriyasining talqini bo‘yicha turli yondashuvlarning qiyosiy tahlili¹⁵

№	Mualliflar	Talqini
1.	Jahon banki (The World Bank)	QQB - bu kompaniyalar va hukumatlar qimmatli qog‘ozlar chiqarish orqali kapitalni jalb qilishlari mumkin bo‘lgan mexanizm bo‘lib, investorlar foyda olish yoki riskni boshqarish uchun ushbu qimmatli qog‘ozlarni sotib olishlari va sotishlari mumkin.
2.	QQ komissiyalarining xalqaro tashkiloti (IOSCO)	QQB - bu emitentlar, investorlar, vositachilar, savdo maydonchalari va qimmatli qog‘ozlarning chiqarilishi, muomalasi va savdosini ta‘minlovchi infratuzilmani o‘z ichiga olgan tizim.
3.	“Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonun	QQB — yuridik va jismoniy shaxslarning qimmatli qog‘ozlarni chiqarish, joylashtirish va ularning muomalasi bilan bog‘liq munosabatlari tizimi
4.	Sharp U.F., Aleksander G.Dj., Beyli D.V.	Moliya bozori (yoki QQB) - moliya bozori yoki qimmatli qog‘ozlar bozori bo‘lib, qimmatli qog‘ozlar xaridorlari va sotuvchilarini birlashtirish orqali moliyaviy aktivlar almashinuvini osonlashtirish mexanizm.
5.	Harry Markowitz	Qimmatli qog‘ozlar bozori investorlar riskni kamaytirish uchun o‘z portfellarini diversifikatsiya qilishlari mumkin bo‘lgan joydir.
6.	Frank J. Fabozzi	QQB - bu qimmatli qog‘ozlar savdosi jarayonining barcha ishtirokchilari (professional va noprofessional) o‘rtasidagi kapital va qimmatli qog‘ozlarning erkin aylanishini ta‘minlovchi o‘zaro bog‘liqlik tizimi.
7.	Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus	Qimmatli qog‘ozlar bozorlari investorlar aksiyalari, obligatsiyalari va boshqa qimmatli qog‘ozlar bilan savdo qiladigan kanallardir.
8.	Mirkin Ya.M.	QQB - bu qimmatli qog‘ozlarni chiqarish va muomalaga kiritish bo‘yicha uning ishtirokchilari o‘rtasidagi munosabatlarning uyushgan tizimi.
9.	Rubsov B.B.	QQB - bu qimmatli qog‘ozlarni muomalaga chiqarish jarayonida emitentlar, investorlar va bozorning professional ishtirokchilari o‘rtasida vujudga keladigan iqtisodiy munosabatlar majmuidir.
10.	Galanov V.A.	QQB - bu emitentlar, investorlar, QQBning professional ishtirokchilari va nazorat qiluvchi organlar o‘rtasida qimmatli qog‘ozlarni muomalaga chiqarish jarayonida vujudga keladigan iqtisodiy munosabatlar tizimi.
11.	Burenin A.N.	QQB - qimmatli qog‘ozlarni chiqarish va muomalasi jarayonida vujudga keladigan iqtisodiy munosabatlar majmui bo‘lib, uyushgan savdo maydonchalari, bozorning professional ishtirokchilari va rivojlangan infratuzilma mavjudligi bilan tavsiflanadi.
12.	Butikov I.L.	QQB – bu jismoniy va yuridik shaxslarning qimmatli qog‘ozlarni chiqarish, ularning muomalada bo‘lishi va so‘ndirilishi bilan bog‘liq munosabatlar tizimidir.
13.	Shoxa‘zamiy Sh.Sh.	QQB - moliya bozorining o‘zagi bo‘lib, mamlakat iqtisodiy o‘sishiga yordam beradi. QQB har bir fuqaro va tadbirkorlik subyektiga qimmatli qog‘ozlarni sotib olish orqali investitsiya jarayonlarida ishtirok etish imkoniyatini beradi.
14.	Karimqulov J.I.	QQBda (Fond bozorida) faqat QQlar muomalada bo‘lganligi munosabati bilan uning o‘ziga xosligi va boshqa turdagi bozorlardan keskin ajralib turishi hamda qimmatli qog‘ozlar emissiyasi, investitsiya va ularning savdosi jarayonlarida markaziy o‘ringa ega ekanligi bilan belgilanadi.

¹⁵Jahon bankining turli nashrlari va moliyaviy sektor rivojlanishiga oid hisobotlari., IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonuni., Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: пер. с англ. – М.: «ИНФРА-М», 2001. – С. 29.; Markowitz, Harry. "Portfolio Selection." Journal of Finance, 1952, Fabozzi, Frank J. Bond Markets, Analysis and Strategies. Prentice Hall, 2000, Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. Investments. McGraw-Hill/Irwin, 2018, Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 15., Рубцов Б.Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2002. – С. 18., Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 2003. – С. 12., Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг. – М.: Дело, 2007. – С. 16., I.L.Butikov. Qimmatli qog‘ozlar bozori. Darslik. T.: Konsauditform. 2001 y.17-b (496 b). Шохаззамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги - Книга II. Учебник. Т.:«IQTISOD-MOLIYA, 2005.

Yuqoridagi ta’riflarni o’rganib mualliflik ta’rifimizni quyidagi tarzda keltirib o’tishni maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz, ya’ni “QQB – bu emitentlar va investorlar, yuridik va jismoniy shaxslarning qimmatli qog’ozlar bilan bog’liq turli operatsiyalarni amalga oshirishi uchun yaratilgan maxsus iqtisodiy makondir”.

QQB iqtisodiy rivojlanishga katta ta’sir ko’rsatadi, xususan, investitsiyalar va iste’mol o’sishini rag’batlantirish, korxonalarni moliyalashtirish kanallarini ta’minlash, sanoatni yangilash va innovasion rivojlanishni rag’batlantirish, makroiqtisodiy siyosatni qo’llab-quvvatlash orqali iqtisodiy rivojlanishda muhim rol o’ynaydi. Quyidagi 1-rasmda QQBning iqtisodiyotdagi rolini umumiy tarzda keltirib o’tganmiz.

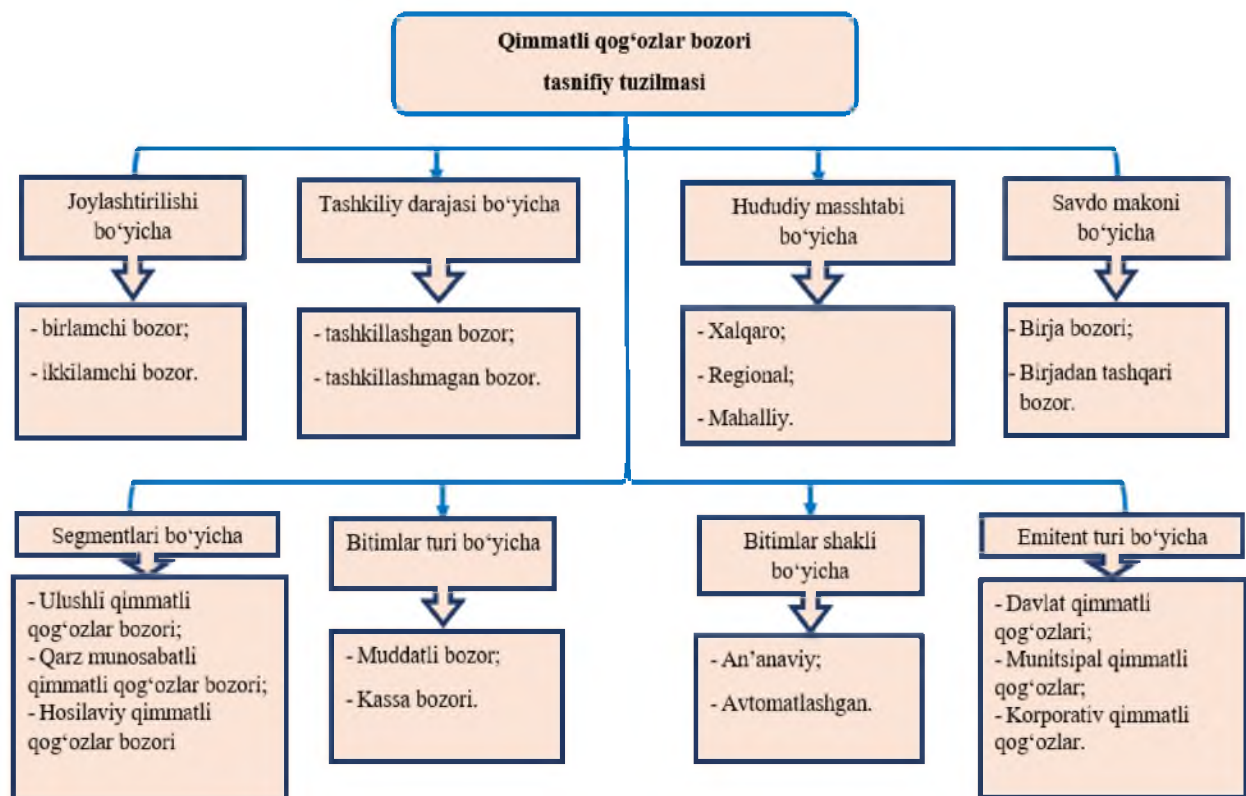


1-rasm. Iqtisodiyotda investitsiyalarni jalb qilishda QQBning roli¹⁶

1-rasmdan kuzatish mumkinki, QQB iqtisodiy tizim markaziy qismidan uning yadrosi ko’rinishida o’rin olib, turli darajadagi investorlar, jumladan, davlat, institutsional investorlar, xo’jalik yurituvchi subyektlar va jismoniy hamda boshqa yuridik shaxslar tomonidan investitsiyalar jalb qilish va daromad olishlari uchun asosiy iqtisodiy makon sifatida aks ettirilgan.

Quyidagi 2-rasmda QQBning keng tarzda ifodalangan strukturaviy ko’rinishini taqdim qilamiz.

¹⁶ Muallif ishlanmasi.



2-rasm. Qimmatli qog'ozlar bozorining tasnifiy tuzilmasi¹⁷

Yuqoridagi 2-rasmdan kuzatish mumkinki, QQBning umumiy tarzda strukturasi turli daraja va xususiyatlar bo'yicha tasniflanadi.

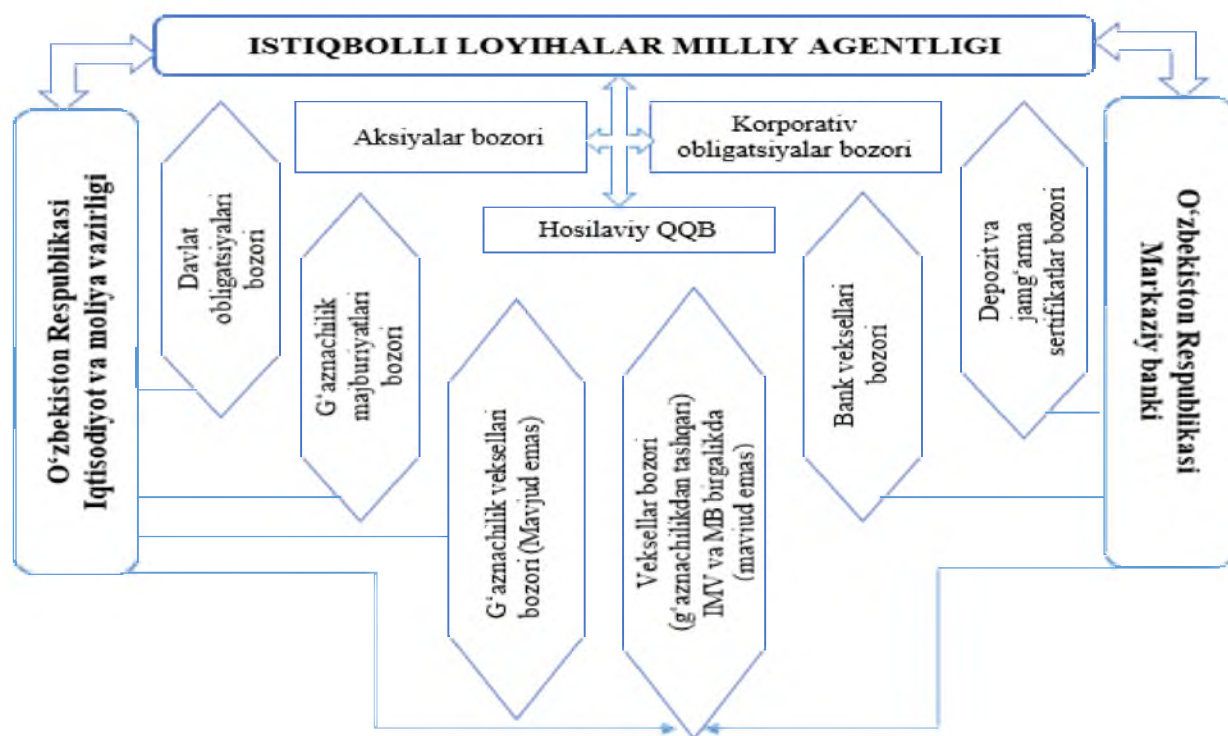
Iqtisodiyotda QQBning rolini oshirish zaruriyati shundan ko'rinadiki, bugungi kunda rivojlanayotgan davlatlar turli instrumentlar yordamida iqtisodiyotiga investitsiya jalb qilishning yangidan yangi mexanizmlarini yaratishga, rivojlangan davlatlar esa maksimal tarzda o'z hududidan kapital oqimini chiqib ketishiga (Capital flight) yo'q qo'ymaslikka harakat qilmoqda.

Dissertatsiyaning ikkinchi bobi **“Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatining regulyativ asoslari hamda unga ta'sir etuvchi omillar”** deb nomlangan bo'lib, unda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish va nazorat qilish bo'yicha jahon amaliyotining o'ziga xos xususiyatlari, O'zbekiston iqtisodiyotiga qimmatli qog'ozlar bozori orqali investitsiyalar jalb qilishning tashkiliy-huquqiy asoslari hamda O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatiga ta'sir etuvchi omillarning tasniflanishi hamda ularning tavsifi tadqiq qilingan.

Ma'lumki, iqtisodiyotda har qanday soha va tarmoq xohlagan tarzda, o'zi bilganicha faoliyat yurita olmaydi. Chunki, soha va tarmoqlar qandaydir tarzda tartibga solinishi hamda nazorat qilinishi shart bo'lgan masaladir. Iqtisodiyot soha va tarmoqlari ham bir nechta bo'lib, ularning har biriga o'ziga xos funktsiya va vazifalar taqsimlanib beriladi hamda ularning faoliyatini to'g'ri yo'lga qo'yish uchun tartibga solish jarayoni o'ta muhim hisoblanadi.

Quyidagi 3-rasmda biz QQB faoliyatini muvofiqlashtirish bo'yicha davlat organlari javobgarlik sohalarini keltirib o'tamiz.

¹⁷ Tadqiqotlar asosida muallif tomonidan shakllantirildi.



3-rasm. Vakolatli davlat tashkilotlarining qimmatli qog'ozlarning emissiyasi, muomalasi va so'ndirilishi bo'yicha javobgarliklari sohasi¹⁸

3-rasmdan kuzatish mumkinki, ILMA bugungi kunda O'zbekistonda korporativ hamda hosilaviy QQB kabilarni, davlat QQB faoliyatini esa Iqtisodiyot va moliya vazirligi tartibga soladi. Depozit yoki jamg'arma sertifikatlar va bank veksellarni chiqarishlarni esa Markaziy bank nazoratga olib tartibga soladi.

2-jadval

QQBni tartibga solish bo'yicha davlat regulyatorlari¹⁹

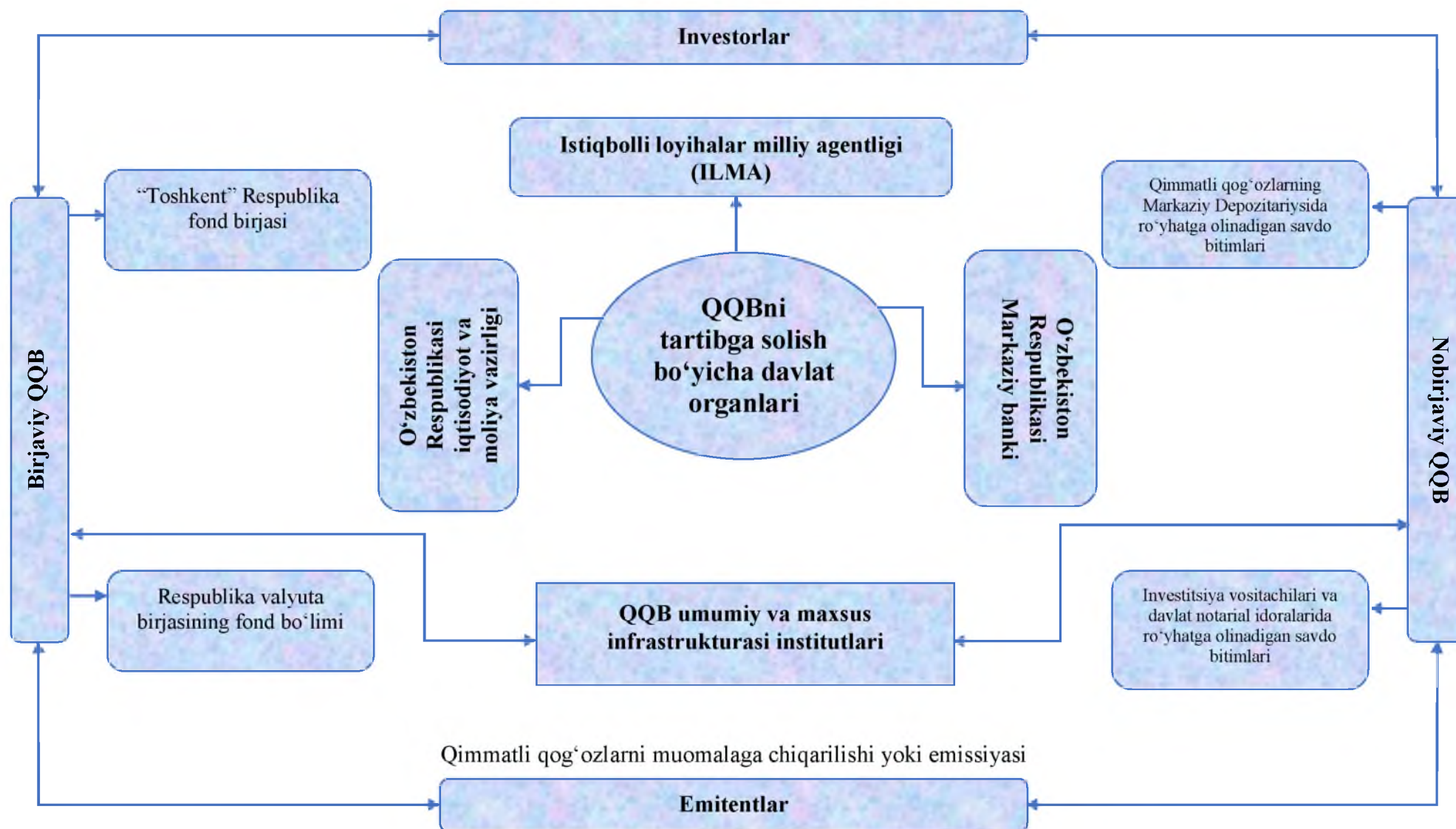
№	O'zbekistonda QQBni tartibga solish va nazorat qilish bo'yicha vakolatli davlat regulyatorlari		
	Nomlanishi	Sanasi	Yuridik asosi
1.	Qimmatli qog'ozlar bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish markazi	27-mart 1996-yil	O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 1996-yil 26-martdagi "O'zbekiston Respublikasi davlat mulki qo'mitasi huzurida qimmatli qog'ozlar bozori ishlashini muvofiqlashtirish va nazorat qilish markazini tashkil etish to'g'risida" gi PF-1414-son farmoni
2.	Kapital bozorini rivojlantirish agentligi	24-yanvar 2019-yil	O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2019-yil 24-yanvardagi "O'zbekiston Respublikasi "Kapital bozorini rivojlantirish agentligi faoliyatini tashkil etish to'g'risida" gi PQ-4127-son qarori
3.	O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi	1-may 2021-yil	O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini tartibga solish tizimini yanada takomillashtirish chora-tadbirlari to'g'risida" gi PQ-5073-son qarori
4.	O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi	1-yanvar 2023-yil	O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 21-dekabrda "Yangi O'zbekiston ma'muriy islohotlarini amalga oshirish chora-tadbirlari to'g'risida" PF-269-son farmoni
5.	Istiqbolli loyihalar milliy agentligi	2-sentabr 2023-yil	O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrda "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida" PQ-291-son qarori

2-jadvaldan kuzatishimiz mumkinki, oxirgi 30 yil mobaynida QQBda davlat regulyatorlari bir necha marotaba o'zgargan.

Quyidagi 4-rasmda biz O'zbekistonda QQBni umumiy tizimini zamonaviy holatini namoyon etamiz.

¹⁸ Muallif tomonidan shakllantirildi.

¹⁹ Muallif tomonidan shakllantirildi.



4-rasm. O'zbekiston Respublikasi milliy QJB tizimi²⁰.

²⁰ Muallif tomonidan shakllantirildi.

4-rasmdan kuzatishimiz mumkinki, bugungi kunda O‘zbekistonda QQBni amal qilish mexanizmi mutlaqo yangi formatda tashkil qilinib, keltirib o‘tganimizdek, yangi regulyator tomonidan milliy qonunchilikda keltirilgan vazifalarni bajarish bo‘yicha ko‘plab ishlar amalga oshirilmoqda.

Dissertatsiyaning **“Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog‘ozlar bozori faoliyatining rivojlanish tendensiyalari: milliy va xalqaro amaliyot”** nomli uchinchi bobida qimmatli qog‘ozlar bozori orqali jalb qilingan investitsiyalarning xorij amaliyoti tahlili, O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozoriga investitsiyalar jalb qilish amaliyoti tahlili hamda iqtisodiyotga qimmatli qog‘ozlar bozori orqali xorijiy investitsiyalar jalb qilishga ta’sir etuvchi omillarni baholash masalalari yoritilgan.

Shiddat bilan o‘zgarib borayotgan global moliyaviy vaziyat dunyo mamlakatlari iqtisodiyotiga ham ta’sir o‘tkazmoqda. Jahonning har bir mamlakati qanday darajada rivojlangan davlat bo‘lmasin, har bir sent investitsiya uchun xalqaro QQBda raqobatda yutish maqsadida kurash olib bormoqda. Zamonaviy sharoitlarda davlatlar o‘rtasida investitsiyalar uchun kurash – bu kapitalni jalb qilish uchun mamlakatlar, mintaqalar va kompaniyalar o‘rtasidagi keskin raqobat jarayoni hisoblanadi. Ushbu kurash bugungi kunda bir necha omillarga bog‘liqligi bilan xarakterlanadi:

1. Globallashuv va raqobatning kuchayishi, ya’ni yangi bozorlarning ochilishi va savdoni liberallashtirish kompaniyalarning eng qulay shartlar asosida qaerga sarmoya kiritishni tanlashini anglatdi. Bundan tashqari mamlakatlar investorlarga soliq imtiyozlari, subsidiyalar, soddalashtirilgan ro‘yxatga olish tartib-qoidalari va boshqalar kabi turli xil imtiyozlarni taklif qilish orqali faol raqobatlashadi.

2. Texnologik o‘zgarishlar, ya’ni texnologiyalar, xususan, raqamli texnologiyalar, sun’iy intellekt va yashil energiya sohasidagi jadal taraqqiyot yangi sarmoyaviy imkoniyatlarni yaratmoqda. Bu sohalarga sarmoya jalb eta oladigan mamlakatlar kelajakda katta ustunlikka ega bo‘ladi.

3. Geosiyosiy beqarorlik, ya’ni dunyoning ayrim mintaqalaridagi urushlar, mojarolar va siyosiy beqarorlik investorlarni yanada ehtiyotkor bo‘lishga majbur qiladi.

4. Iqlim o‘zgarishi, ya’ni iqlim o‘zgarishi to‘g‘risida xabardorlikning o‘sishi investorlarning atrof-muhit omillariga tobora ko‘proq e’tibor qaratishlariga sabab bo‘lmoqda.

Biz yuqorida ta’kidlaganimizdek, bugun dunyoda kuzatilayotgan vaziyatlar investorlarni kamroq risk qilishga majbur qilmoqda, shu munosabat bilan ular maksimal tarzda riski pastroq instrumentlarga qiziqmoqda. Bunday holatda ular o‘zlarining investitsiya portfellarini ham doimiy ravishda diversifikatsiyalab bormoqda.

Biz quyidagi 3-jadvalda aynan so‘nggi yillarda jahonda investitsiyalar hajmi va dinamikasi bo‘yicha ayrim raqamlarni keltirib o‘tamiz.

2015–2023-yillarda dunyo mamlakatlari kesimida investitsiyalar dinamikasi, 31-dekabr sanasi holatiga²¹

№	Mamlakatlar	O'zlashtirilgan to'g'ridan to'g'ri xorijiy investitsiyalar hajmi, mlrd. AQSh dollari									Portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymati, mlrd. AQSh dollari								
		2015-yil	2016-yil	2017-yil	2018-yil	2019-yil	2020-yil	2021-yil	2022-yil	2023-yil	2015-yil	2016-yil	2017-yil	2018-yil	2019-yil	2020-yil	2021-yil	2022-yil	2023-yil
1.	AQSh	467,6	459,4	308,9	203,2	229,9	93,2	389,4	332,3	310,9	12026,0	13018,2	14609,2	14489,1	16597,2	19685,5	22167,1	18939,0	23623,2
2.	Yaponiya	2,9	19,3	9,3	9,9	13,7	11,7	34,2	34,1	21,433	2024,5	2127,2	2616,3	2459,9	2772,1	3403,1	3217,1	2890,0	3057,5
3.	Germaniya	20,3	22,6	48,3	72,02	52,6	69,9	51,2	27,4	36,698	2887,0	2753,7	3120,4	2817,9	3023,1	3491,0	3340,9	2747,2	3122,2
4.	Kanada	43,8	36,05	22,7	37,6	50,5	25,5	60,3	46,1	50,3	1288,3	1529,0	1783,0	1781,7	1973,4	2199,9	2582,2	2294,3	2565,4
5.	Fransiya	45,8	23,9	29,3	34,6	20,4	13,1	34,1	75,9	42,03	3044,0	3069,9	3583,7	3401,4	3764,4	4316,5	4255,3	3666,1	4230,2
6.	Koreya Respublikasi	4,1	12,1	17,9	12,1	9,6	8,7	22,06	25,04	15,1	451,9	510,1	666,6	602,1	657,6	849,0	803,3	670,3	783,0
7.	Xitoy Xalq Respublikasi	135,5	133,7	136,3	138,3	141,2	149,3	180,9	189,1	163,2	822,2	838,7	1159,2	1192,4	1457,4	1917,4	2008,0	1627,1	1711,1
8.	Argentina	11,7	3,2	11,5	11,7	6,6	4,8	6,9	15,4	22,9	35,5	58,8	104,2	80,7	51,4	41,7	37,3	29,4	35,3
9.	Singapur	59,7	67,5	85,3	73,1	97,5	74,8	126,6	141,1	159,6	275,1	303,7	425,2	334,3	367,8	376,6	440,8	425,7	536,9
10.	Rossiya Federatsiyasi	11,8	37,1	25,9	13,2	32,07	10,4	38,6	- 15,2	8,3	125,8	171,1	196,1	168,3	231,5	181,3	185,1	58,1	51,5
11.	Turkiya	18,9	13,6	11,1	12,5	9,4	7,6	11,4	13,4	10,4	129,6	113,5	135,2	100,5	107,1	97,7	74,1	65,2	74,6
12.	Saudiya Arabistoni	3,9	21,9	1,01	12,1	3,07	1,6	23,1	28,05	12,3	10,4	16,6	26,0	32,8	73,4	54,9	116,6	109,5	75,8
13.	Misr Arab Respublikasi	6,9	8,1	7,4	8,1	9,01	5,8	5,1	11,4	9,8	9,6	11,0	30,3	30,8	50,7	46,3	46,7	24,3	23,3
14.	Qozog'iston	4,057	8,514	4,714	3,898	3,284	3,670	3,353	6,541	3,223	13,9	13,8	17,6	14,1	16,1	18,5	22,0	14,2	14,8
15.	O'zbekiston	1,041	1,663	1,797	0,625	2,316	1,728	2,275	2,498	2,187	0,10	0,10	0,10	0,13	1,28	1,97	4,16	3,58	3,41

²¹ <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2024> Birlashgan Millatlar Tashkilotining Savdo va Rivojlanish bo'yicha Konferensiyasi (UNCTAD) hisobotlari va <https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363> Xalqaro valyuta jamg'armasi ma'lumotlarini tizimlashtirgan holda muallif tomonidan shakllantirildi.

3-jadvaldan kuzatish mumkinki, AQSh va Fransiya kabi dunyoning eng rivojlangan mamlakati kategoriyasiga kiruvchi mamlakatlarda esa to‘g‘ridan to‘g‘ri investitsiyalar hajmi 2023-yilda 2015-yilga nisbatan kamaygan, lekin portfel investitsiyalar umumiy qiymati esa AQShda deyarli ikki barobarga oshib, 23,6 trln. AQSh dollarini tashkil qilganligini guvohi bo‘lishimiz mumkin. Osiyo mamlakatlari bo‘yicha raqamlarni tahlil qiladigan bo‘lsak, e‘tiborimiz albatta Xitoy Xalq Respublikasiga tushadi. Portfel investitsiyalar bo‘yicha Xitoyda tahlil etilayotgan davrda 2 barobardan ortiq o‘sish kuzatilgan. Shu o‘rinda O‘zbekiston bo‘yicha raqamlarni tahlil qilsak, mamlakatimizda so‘nggi 9 yil ichida jalb qilingan xorijiy to‘g‘ridan to‘g‘ri investitsiyalar hajmi deyarli 2 barobarga oshgan, portfel investitsiyalar esa 30 barobarga ko‘payib, 3,41 mlrd. AQSh dollarini tashkil qilganligini e‘tirof etib o‘tishimiz lozim.

Quyidagi 4-jadvalda biz portfel investitsiya aktivlari bo‘yicha yetakchi davlatlar o‘ntaligini ko‘rib chiqamiz.

4-jadval

2023-yil 31-dekabr holatiga portfel investitsiya aktivlari bo‘yicha yetakchi davlatlar o‘ntaligi²²

№	Davlat nomi	Umumiy portfel investitsiya aktivlari, mlrd. AQSh dollarida	Jumladan:			
			Ulushli qimmatli qog‘ozlar	Umumiy qarz qimmatli qog‘ozlari	Jumladan:	
					Uzoq muddatli	Qisqa muddatli
1.	AQSh	15210,4	11359,4	3851,0	3397,1	453,8
2.	Lyuksemburg	5864,9	3043,6	2821,3	2384,9	436,3
3.	Kayman orollari	5689,8	3141,1	2548,6	2213,3	335,3
4.	Irlandiya	4921,1	2328,4	2592,7	1926,2	666,4
5.	Yaponiya	4350,2	2033,2	2316,9	2290,6	26,3
6.	Germaniya	4309,2	2084,5	2224,7	2168,2	56,4
7.	Birlashgan Qirollik	4202,6	2678,0	1524,6	1364,5	160,0
8.	Fransiya	3370,0	1148,7	2221,3	1937,9	283,3
9.	Kanada	2578,1	1925,5	652,5	640,9	11,6
10.	Niderlandiya	2249,0	1259,9	989,0	929,9	59,0
	Boshqalar	27547,3	13514,0	14032,6	11832,0	2199,8
	Dunyo bo‘yicha jami	80293,0	44516,7	35775,6	31086,1	4688,8

Yuqoridagi 4-jadvaldan kuzatishimiz mumkinki, 2023-yil dekabr oyi yakuniga ko‘ra, dunyoda portfel investitsiyalar bo‘yicha umumiy aktivlar 80 trln. AQSh dollaridan oshadi. Shundan 15 trln. AQSh dollaridan oshiq qismi AQShga tegishli bo‘lib, o‘zidan keyingi o‘rindagi Lyuksemburg va Kayman orollari kabi davlatlarning umumiy portfelidan oshiq hajmdagi aktivlarga ega. E‘tiborlisi Lyuksemburg ham, Kayman orollari ham juda kichik hududga ega mamlakatlar bo‘lib, ushbu davlatlarda investorlarga yaratilgan investitsion muhit yirik miqdordagi portfel investitsiya aktivlari egalik qilishga turtki bo‘lgan desak mubolag‘a bo‘lmaydi.

Quyidagi 5-jadvalda esa biz jahon mamlakatlarining portfel investitsiyalar bo‘yicha umumiy majburiyatlarini ko‘rsatib o‘tamiz.

²² <https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363> Twelfth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics ma‘lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

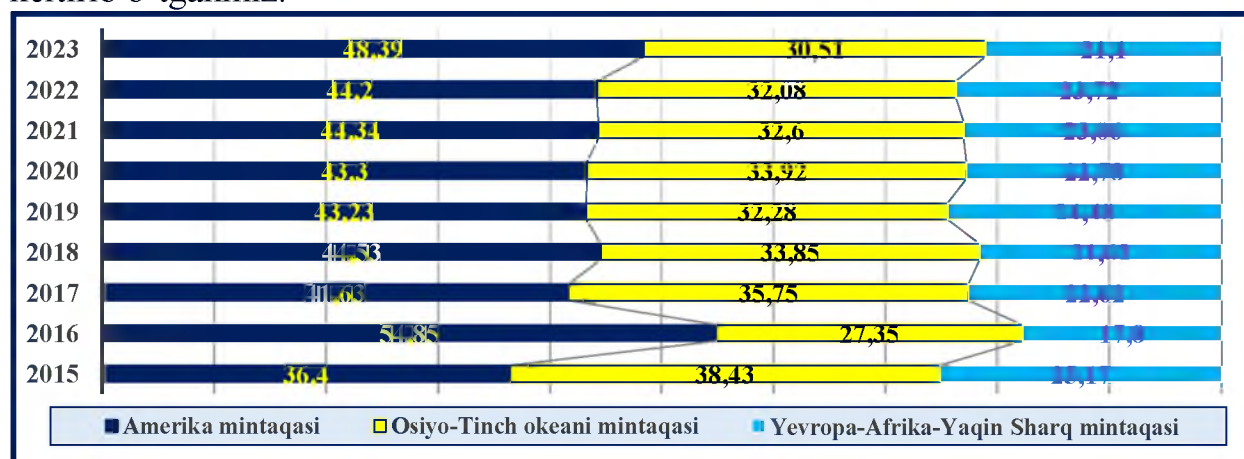
5-jadval

2023-yil 31-dekabr holatiga portfel investitsiya majburiyatlari bo'yicha yetakchi davlatlar o'ntaligi²³

№	Davlat nomi	Umumiy portfel investitsiya majburiyatlari, mlrd. AQSh dollarida	Jumladan:			
			Ulushli qimmatli qog'ozlar	Umumiy qarz qimmatli qog'ozlari	Jumladan:	
					Uzoq muddatli	Qisqa muddatli
1.	AQSh	23623,2	12447,3	11162,6	9980,6	1086,2
2.	Kayman orollari	4941,1	3740,0	1127,7	1111,5	22,0
3.	Lyuksemburg	4887,4	4138,5	750,0	680,3	61,5
4.	Birlashgan Qirollik	4841,2	2473,0	2364,5	1954,2	409,3
5.	Fransiya	4230,2	1655,9	2588,0	2164,8	411,5
6.	Irlandiya	3928,8	3252,2	651,8	580,0	62,1
7.	Germaniya	3122,2	1192,2	1941,9	1538,3	390,2
8.	Yaponiya	3057,5	1862,1	1204,9	695,3	506,4
9.	Niderlandiya	2667,6	1120,9	1546,6	1406,0	140,6
10.	Kanada	2565,4	1192,4	1369,2	1109,4	255,1
Boshqalar		22427,9	11441,7	11068,0	9865,2	1343,3
Dunyo bo'yicha jami		80293,0	44516,7	35775,6	31086,1	4688,8

5-jadvaldan kuzatish mumkinki, 2023-yil dekabr oyining so'nggi kuni holatiga AQSh 23,6 trln. AQSh dollaridan ortiq hajmdagi norezidentlar portfel investitsiyalari bo'yicha majburiyatlarga ega bo'lib, dunyodagi barcha portfel investitsion majburiyatlar umumiy summasining to'rtidan bir qismidan ko'p miqdordagi ulushga ega.

Quyidagi 5-rasmda biz Jahon fond birjalari federatsiyasi umumiy kapitalizatsiyasida uning mintaqalarining so'nggi yillardagi ulushlari o'zgarishini keltirib o'tganmiz.



5-rasm. 2015–2023-yillarda JFBF mintaqalarining uning umumiy kapitalizatsiyasidagi ulushi²⁴, foizda

5-rasm ma'lumotlari asosida xulosa qilish mumkinki, JFBF umumiy kapitalizatsiyasida mavjud 3 ta mintaqaning ulushlari taqqoslanayotgan davrda sezilarli darajada o'zgargan. Jumladan, 2015-yil 31-dekabr holatiga Amerika mintaqasining ulushi 36,4 foiz bo'lgan bo'lsa, Osiyo-Tinch okeani mintaqasining

²³ <https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363> Twelfth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

²⁴ <https://www.world-exchanges.org> ma'lumotlar asosida muallif hisob-kitoblari asosida shakllantirildi.

ulushi 38,4 foiz bo'lgani holda yetakchilik qilgan. Ammo QQBni yanada rivojlantirish bo'yicha investorlarni jalb qilish bo'yicha olib borilgan samarali liberal siyosat tufayli, Amerika mintaqasi 2023-yilga kelib 48,3 foizlik natijani ko'rsatgan. 2023-yil oxirida Osiyo-Tinch okeani mintaqasi 30 foizdan ko'proq ulushni, Yevropa-Afrika-Yaqin Sharq mintaqasi esa 21,1 foizlik ulushni egallagan.

Quyidagi 6-jadvalda biz QQB kapitalizatsiyaisi eng yuqori bo'lgan davlatlar ro'yxatini taqdim qilamiz.

6-jadval

2015–2023-yillarda jahon mamlakatlari kesimida qimmatli qog'ozlar bozori kapitalizatsiyasi hajmi²⁵, mlrd. AQSh dollarida

№	Mamlakat nomi	Yillar								
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1.	AQSh	19926,1	23847,2	29237,4	27992,4	32838,1	39396,1	45416,4	40724,9	48769,8
2.	Xitoy Xalq Respublikasi	5208,5	6609,4	8252,1	5665,9	7501,7	11164,3	11812,0	11115,1	8258,5
3.	Euronext	3190,9	3490,2	4693,7	4102,4	4858,5	4884,0	7006,4	6626,3	6797,5
4.	Yaponiya	4513,8	5149,0	6505,7	5622,6	6062,4	6638,0	6199,0	5650,2	6340,0
5.	Gonkong	3546,6	4236,1	5902,2	5188,8	5245,0	6861,3	6028,7	5572,3	4490,8
6.	Hindiston	1387,1	1686,0	2423,9	1977,0	2144,9	2499,3	3453,7	3209,4	4386,9
7.	Birlashgan Qirollik	3150,4	3173,1	3496,1	3218,3	3368,6	3238,7	3356,8	3083,2	3034,1
8.	Kanada	1557,7	2067,8	2315,9	2110,2	2346,0	2566,3	3075,2	2913,4	2898,3
9.	Germaniya	1687,5	1955,6	2565,8	2069,6	2231,4	2473,9	2602,3	2373,9	2371,6
10.	Koreya Res.	1140,6	1293,9	1817,6	1486,2	1339,4	2090,7	1981,4	1777,0	1748,0
11.	Tayvan	712,7	890,1	1143,8	971,7	1163,2	1624,8	1978,5	1620,4	1836,7
12.	Avstraliya	973,2	1229,7	1458,4	1268,7	1372,0	1639,3	1645,8	1718,3	1615,8
13.	Braziliya	425,5	774,5	1012,5	997,7	1045,7	865,1	840,6	778,2	855,6
14.	Singapur	432,0	505,5	590,1	509,8	474,2	458,9	458,2	435,3	388,4

Yuqoridagi 6-jadvaldan kuzatishimiz mumkinki, 2023-yil oxiriga kelib dunyo mamlakatlari QQB kapitalizatsiyasi bo'yicha AQSh 2015-yildagi 19,9 trln. AQSh dollari miqdoridagi natijani, taqqoslanayotgan davr yakuniga kelib deyarli 2,5 barobar hajmga ko'paytirib, 48,7 trln. AQSh dollarlik marrani zabt etgan. E'tiborli jihati shundan iboratki, Osiyo mamlakatlari Xitoy, Yaponiya, Gonkong, Koreya Respublikasi, Hindiston, Tayvan va Singapur ushbu reytingdan mustahkam o'rin olganidir, ularning jami kapitalizatsiyasi 2015-yilda 16,9 trln. AQSh dollaridan oshgan bo'lsa, 2023-yil oxiriga kelib 27,4 trln. AQSh dollarini tashkil qilgan.

Iqtisodiyotda QQB faoliyatining qanchalik darajada o'rni va rolini ifodalaydigan muhim ko'rsatkichlardan yana biri bu jami fond bozori kapitalizatsiyasining mamlakat YalMga nisbati bo'lib, u fond bozorining iqtisodiy o'sishga nisbatan qiymatini o'lchab beradi. Bu nisbat Baffet ko'rsatkichi (Buffett Indicator) sifatida ham tanilgan, chunki Uorren Baffet bir paytlar bu nisbat fond bozorining umumiy bahosini o'lchash uchun samarali vosita ekanligini ta'kidlagan va quyidagicha hisoblanadi.

$$\text{Buffett Indicator} = \frac{\text{Total stock market value}}{\text{Country's GDP}} * 100\% \quad (1)$$

²⁵<https://en.macromicro.me/collections/20933/global-stock-market/99909/world-total-market-capitalization-of-stock-markets> ma'lumotlar asosida muallif tomonidan muvofiqlashtirilib shakllantirildi.

Quyidagi 7-jadvalda dunyo mamlakatlari kesimida umumiy kapitalizatsiya hajmini ularning YaIMga nisbatini keltirib o‘tamiz.

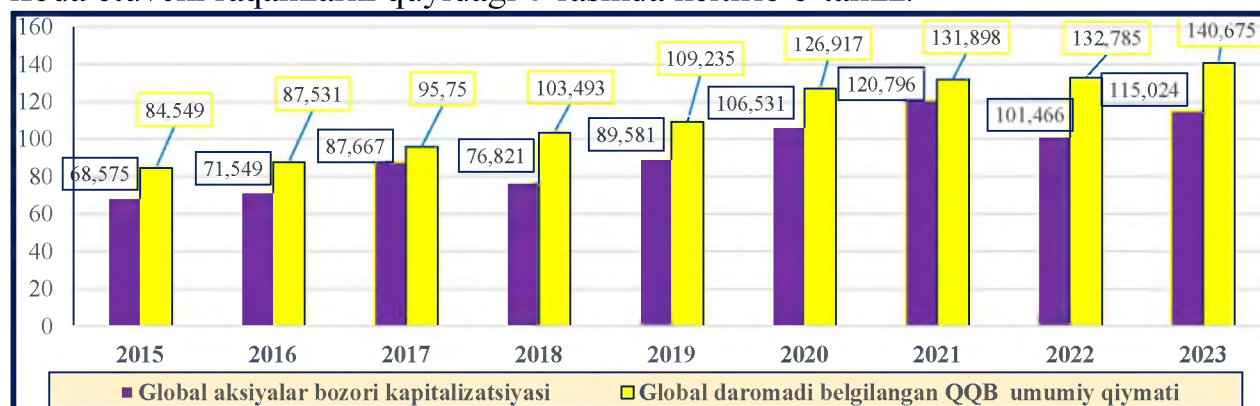
7-jadval

**2015-2023-yillarda Baffet indikatori bo‘yicha
mamlakatlar ko‘rsatkichlari, foizda²⁶**

№	Mamlakat nomi	Yillar								
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1.	AQSh	108,1	124,5	145,1	133,2	152,8	178,7	186,2	153,7	172,6
2.	Xitoy X.R.	46,39	53,8	59,6	39,5	50,4	62,8	66,1	62,5	45,1
3.	Euronext	37,2	38,5	47,8	42,6	52,2	46,3	68,5	59,4	58,3
4.	Yaponiya	90,2	104,4	129,0	109,8	119,9	131,7	145,1	133,9	155,7
5.	Gonkong	1142,2	1298,3	1701,8	1426,8	1447,8	1950,8	1650,7	1536,6	1158,6
6.	Hindiston	60,4	63,5	89,68	69,7	80,1	78,9	102,9	89,9	112,8
7.	Birlashgan Qirollik	116,7	118,3	137,2	112,8	124,8	103,0	107,4	91,1	84,5
8.	Kanada	102,3	130,4	143,5	112,3	138,1	159,5	162,5	126,9	143,6
9.	Germaniya	47,7	51,9	63,3	52,3	56,6	56,8	62,4	52,4	50,3
10.	Koreya Res.	72,2	75,6	99,6	84,8	76,7	107,6	110,1	96,6	93,4
11.	Tayvan	139,6	158,0	184,7	162,1	183,3	225,0	248,6	207,8	237,0
12.	Avstraliya	87,8	105,0	113,6	88,3	106,6	129,3	121,0	99,1	106,9
13.	Braziliya	27,2	42,2	46,2	47,8	63,3	66,9	48,8	40,6	53,8
14.	Singapur	135,4	147,2	156,5	135,2	135,7	105,7	91,9	86,8	73,1
15.	Rossiya	28,8	48,7	39,6	34,7	46,7	46,5	45,6	23,3	33,0

7-jadvaldan ko‘rinib turibdiki, QQB jami kapitalizatsiyasining mamlakat YaIMga nisbatini ifodalovchi Baffet indikatori bo‘yicha Gonkong juda katta farq bilan, ya’ni 2015-yildagi 1142,2 foiz va 2023-yil yakuniga ko‘ra 1158,6 foizlik ko‘rsatkich bilan mutlaq yetakchi sifatida qayd etilgan. AQSh, Kanada va Braziliya kabi Amerika mintaqasidagi davlatlarda ham taqqoslanayotgan davrda mos ravishda 172,6 foiz, 143,6 foiz va 53,8 foizlik ko‘rsatkichlar bilan o‘shish kuzatilgan. Osiyo mamlakatlaridan Tayvan 2015-yildagi 139,6 foizlik ko‘rsatkichga, 2023-yilga kelib 237 foizlik natijaga erishgan.

Biz global QQBning segmentlari bo‘yicha turlari bo‘yicha bozor faolligini ifoda etuvchi raqamlarni quyidagi 6-rasmda keltirib o‘tamiz.



**6-rasm. 2015–2023-yillarda Global QQB segmentlarining rivojlanish
dinamikasi, mlrd. AQSh dollari²⁷**

²⁶<https://en.macromicro.me/collections/20933/global-stock-market/99909/world-total-market-capitalization-of-stock-markets> va <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?view=chart> ma’lumotlari asosida muallif tomonidan muvofiqlashtirilib shakllantirildi.

²⁷<https://www.sifma.org/resources/general/2024-capital-markets-outlook/> ma’lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

6-rasmdan kuzatish mumkinki, global aksiyalar bozori kapitalizatsiyasi 2015-yilda 68,5 trln. AQSh dollarini tashkil qilgan bo'lsa, 2023-yilda bu ko'rsatkich 115 trln. AQSh dollaridan oshib, deyarli 60 foizga yaqin o'sish kuzatilgan. Global daromadi belgilangan qimmatli qog'ozlar bozorida ham taqqoslanayotgan davrda o'sish kuzatilib, 2015-yilda uning miqdori 84,5 trln. AQSh dollarini tashkil qilgan bo'lsa, 2023-yilga kelib 140 trln. AQSh dollaridan oshib, huddi global aksiyalar bozori kapitalizatsiyasi kabi 60 foizdan ortiq ko'paydi.

Quyidagi 8-jadvalda QQBning dunyo bo'yicha rivojlanishi dinamikasini tavsiflovchi ayrim ko'rsatkichlarni keltirib o'tamiz.

8-jadval

2015-2023-yillarda dunyo QQBning rivojlanishini tavsiflovchi indikatorlar²⁸

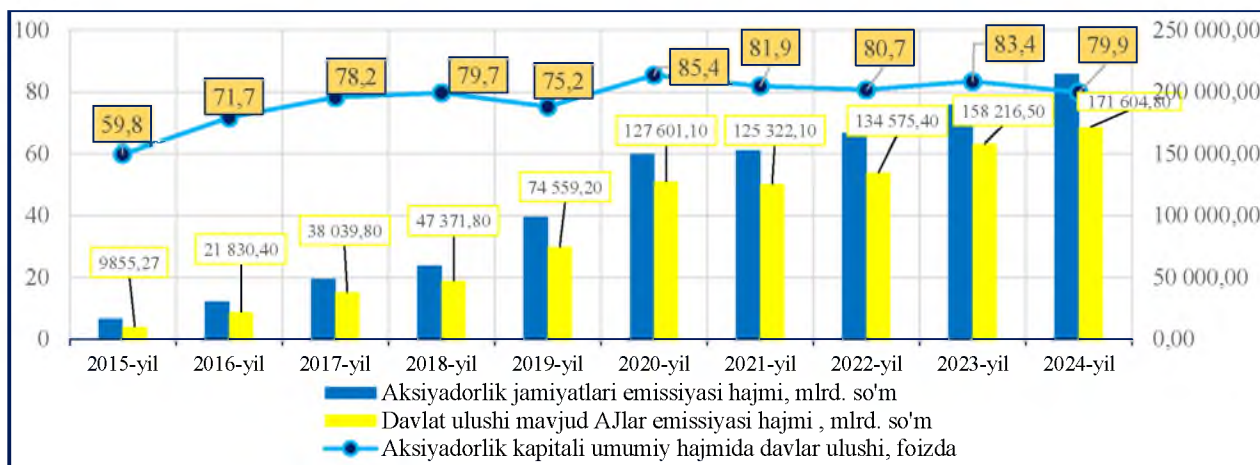
№	Indikator nomi		Yillar								
			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1.	Jami aksiyalar bozori	Bozor kapitaliza- siyasi, <i>mlrd. AQSh dollari</i>	76829,6	89898,6	87725,4	76827,6	89785,2	106753,1	120953,1	101392,5	111863,1
2.		Listing kompaniyalari soni	53000	51754	52038	52143	57848	58177	60169	58988	55961
3.		Jalb qilingan investitsiyalar jami: <i>mlrd. AQSh dollari</i>	925,6	814,3	879,5	680,1	679,5	945,6	1809,6	1060,4	498,6
4.		<i>Shu jumladan, IPO orqali jalb qilingan investitsiyalar</i>	185,3	131,8	211,3	208,8	200,5	281,4	508,8	274,7	117,7
5.	Obligatsiyalar bozori	Jalb qilingan kapital jami, <i>mlrd. AQSh dollari</i>	4378,4	3484,8	4498,8	5250,3	6796,2	12364,8	14639,7	24408,4	6304,5
6.		Obligatsiya emitentlari soni	24892	465	600	2393	7637	7990	9154	9266	8308
7.	Dunyo bo'yicha YaIM hajmi, <i>mlrd. AQSh dollari</i>		75440,1	76683,3	81611,3	86592,4	87741,2	85483,5	97329,0	100834,7	105022,7

8-jadvaldan kuzatish mumkinki, e'tiborli jihati shundan iboratki, jahon YaIM hajmi taqqoslanayotgan davrda o'sish tendensiyasiga ega bo'lsada, dunyo bo'yicha aksiyalar bozori kapitalizatsiyasidan past ko'rsatkichni namoyon qilgan. Dunyo aksiyalar bozori orqali jalb qilingan investitsiyalar oxirgi 9 yillikda deyarli 2 martaga kamayib ketganligini alohida ta'kidlash mumkin. Bunga sabab qilib oxirgi yillarda dunyoda kuzatilayotgan nobarqaror geosiyosiy vaziyatni keltirib o'tish mumkin. Dunyo obligatsiyalar bozori esa biroz boshqacha holatga guvoh bo'lishimiz mumkin, ya'ni 2015-yilda ushbu bozor orqali 4,3 trln. AQSh dollari miqdorida investitsiyalar jalb qilingan bo'lsa, 2023-yilga kelib ko'rsatkich 6,3 trln. AQSh dollariga yetgan.

Shiddat bilan o'zgarib borayotgan bugungi davrda dunyoning turli mamlakatlarida kuzatilayotgani kabi O'zbekistonda ham o'ta muhim va kechiktirib bo'lmaydigan islohotlar amalga oshirilmoqda. Buni iqtisodiyotning bir nechta sektorlarida bo'lgani kabi moliya-kredit tizimining muhim bo'g'inlaridan biri bo'lgan QQB bo'yicha ham ta'kidlashimiz mumkin.

Quyidagi 7-rasmda biz mamlakatimiz QQBda faoliyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlari jami aksiyadorlik kapitali va unda davlat ulushi to'g'risidagi ma'lumot keltirib o'tilgan.

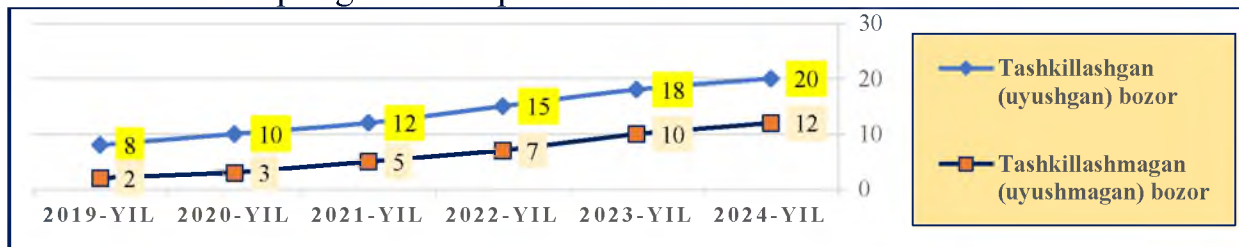
²⁸<https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.GDPTotal> va <https://statistics.world-exchanges.org/> ma'lumotlari asosida muallif tomonidan muvofiqlashtirilib shakllantirildi.



7-rasm. Milliy QQBda faoliyat yuritayotgan AJlar jami aksiyadorlik kapitali va unda davlat ulushi to'g'risidagi ma'lumot, 31-dekabr holatiga²⁹

7-rasmdan kuzatish mumkinki, 2015-yilda O'zbekiston Respublikasi QQBda mavjud aksiyadorlik kapitali tarkibida davlat ulushi 59,8 foizni, 2024-yil oxiriga kelib 79,9 foizni tashkil qilgan, ya'ni taqqoslanayotgan davrning boshida 209 ta davlat ulushiga ega bo'lgan AJlar tomonidan chiqarilgan aksiyalar hajmi salkam 9,9 trln. so'mni tashkil qilgan bo'lsa, 2025-yil 1-yanvar holatiga ushbu ko'rsatkich deyarli 17,5 barobarga oshib 171,6 trln. so'mdan oshganligiga guvoh bo'lamiz.

QQB orqali xorijiy investitsiyalarni jalb qilish bugungi kunda qanchalik muhim masala ekanligi borasida bir necha marotaba ta'kidlandi. Aynan bugungi kunda O'zbekistonda QQB orqali qiritilgan xorijiy kapital egalarining fond bozori orqali jalb qilingan umumiy investitsiyalar hajmidagi ulushi to'g'risidagi ma'lumotni keltirib o'tish maqsadga muvofiq.



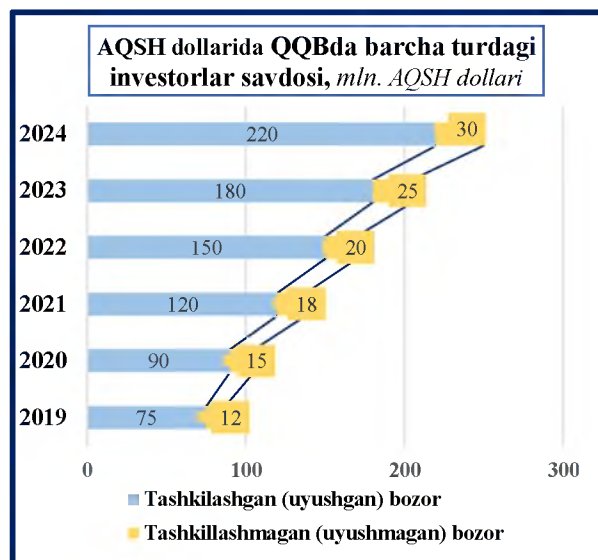
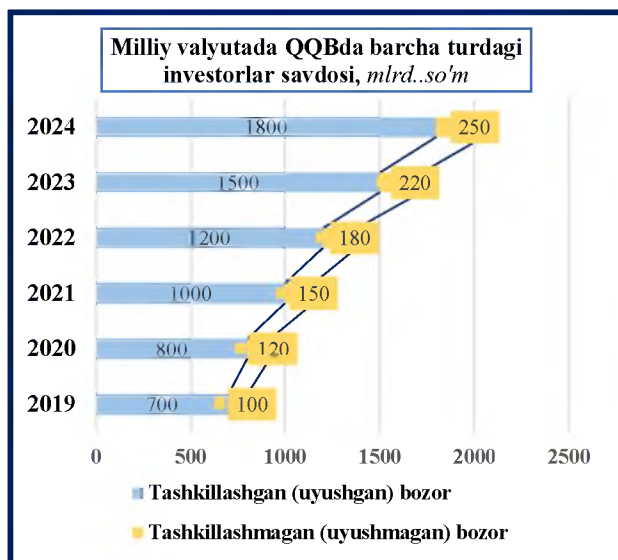
8-rasm. 2019-2024 yillarda O'zbekistonda QQB orqali jalb qilingan investitsiyalar tarkibida xorijiy investorlar ulushi, foizda³⁰

8-rasmdan ko'rish mumkinki, O'zbekistonda QQBning tashkillashgan (uyushgan) bozori orqali jalb qilingan investitsiyalar tarkibida xorijiy investorlar ulushi 2019-yilda 8 foiz bo'lgan bo'lsa, 2024-yil yakuniga kelib 20 foizga yetgan. Tashkillashmagan (uyushmagan) bozorda esa huddi shu ko'rsatkich 2019-yilda bor yo'g'i 2 foiz bo'lgan, 2024-yilga kelib esa 12 foizni tashkil etgan.

Quyidagi 9-rasmda QQBning tashkillashgan va tashkillashmagan bozorlarida barcha turdagi investorlarning qimmatli qog'ozlar savdosidagi ishtiroki bo'yicha ma'lumot keltirib o'tilgan.

²⁹ Muallif tomonidan davlat organlari, statistika idoralari, savdo platformalari boshqalar ma'lumotlari asosida hisoblanib shakllantirilgan.

³⁰ Muallif tomonidan davlat organlari, statistika idoralari, savdo platformalari boshqalar ma'lumotlari asosida hisoblanib shakllantirilgan.



9-rasm. O‘zbekiston QQBda barcha turdagi investorlarning qimmatli qog‘ozlar savdosidagi ishtiroki bo‘yicha ma’lumot³¹

9-rasmdan kuzatish mumkinki, milliy valyutadagi bitimlar hajmi tashkillashgan bozorda 1,8 trln. so‘mni tashkil etgan bo‘lsa, tashkillashmagan bozorda 250 mlrd. so‘mdan iborat bo‘lgan. AQSh dollaridagi bitimlar bo‘yicha ham o‘rish kuzatilib, mos ravishda tashkillashgan bozorda 220 mln. AQSh dollari, tashkillashmagan bozorda esa 30 mln. AQSh dollari miqdoridagi bitimlar barcha turdagi investorlar tomonidan tuzilgan.

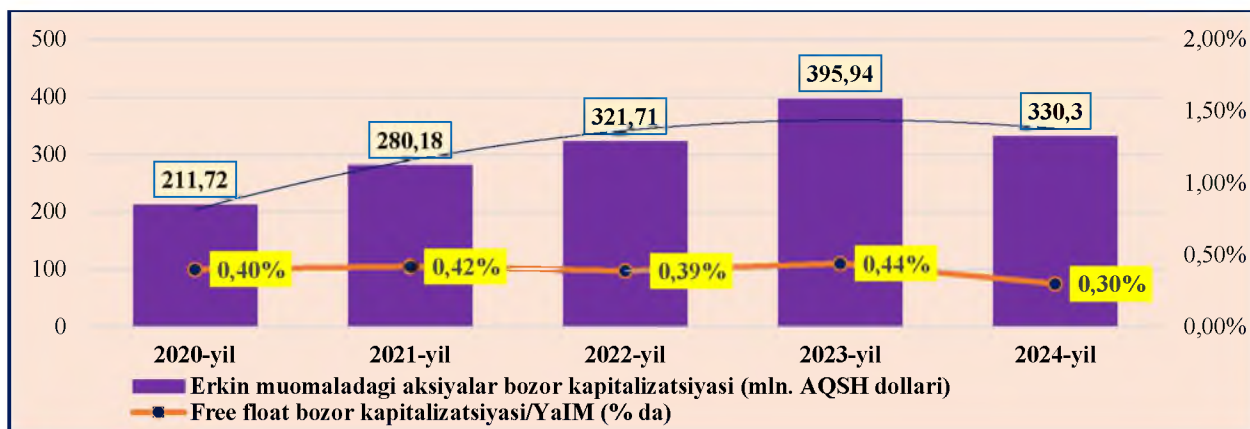
O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi PF-6207-son Farmonida 2023-yilda erkin muomaladagi qimmatli qog‘ozlarning umumiy hajmini yalpi ichki mahsulotning kamida 5 foiziga yetkazish vazifasi belgilangan edi. Erkin muomaladagi qimmatli qog‘ozlar yoki jahon amaliyotidagi zamonaviy kategoriya hisoblangan Free float bugungi kunda baynalminal tushuncha sifatida talqin qilinadi. O‘zbekiston Respublikasida aynan Free float qanday hisoblanishi bo‘yicha ““Toshkent” Respublika fond birjasi kotirovkalash varag‘i to‘g‘risidagi Nizom”ning 8-ilovasida formula keltirilgan. Unga ko‘ra:

$$Free\ float = (E.\ od.\ aks.\ soni + E.\ imt.\ aks.\ soni) - DU - XJU - Yiu - ChU \quad (2)$$

Ushbu formulada keltirilgan elementlardan DU - Davlat, davlat va mahalliy davlat hokimiyati organlarining mulkidagi ulush; XJU - Ustav kapitalida davlat ulushi 50 foiz va undan ortiq bo‘lgan xo‘jalik yurituvchi subyektlarning mulkidagi ulushi; Yiu - Emitent ustav kapitalining 5 va undan ortiq foiziga yakka tartibda egalik qiluvchi shaxslarning ulushi; ChU - Cheklangan muomaladagi ulush (garovga qo‘yilgan, REPO shartnomasi bo‘yicha realizatsiya qilingan qimmatli qog‘ozlar).

Demak, O‘zbekiston QQBda yuqorida qo‘yilgan vazifa bo‘yicha ijobiy natija bo‘ldimi? Ushbu savolga quyidagi 10-rasmda mamlakatimizda erkin muomalada bo‘lgan aksiyalarning bozor kapitalizatsiyasi bo‘yicha ma’lumotni keltirib o‘tish javob izlashga harakat qilamiz.

³¹Muallif tomonidan davlat organlari, statistika idoralari, savdo platformalari boshqalar ma’lumotlari asosida hisoblanib shakllantirilgan.



10-rasm. 2020-2024 yillarda erkin muomaladagi aksiyalar bozor kapitalizatsiyasining mamlakat YaIMdagi salmog'i³²

10-rasmda 2020-2024-yillarda erkin muomaladagi aksiyalar bozor kapitalizatsiyasining mamlakatimiz YaIMdagi ulushi keltirilgan bo'lib, 2020-yilda 211,7 mln. AQSh dollaridan oshgani holda 0,40 foizni, 2023-yilda 395,9 mln. AQSh dollari bilan 0,44 foizni tashkil qilgan bo'lsa, 2024-yilda pasayish kuzatilib, 330,3 mln. AQSh dollarini tashkil qilgan va YaIMdagi ulushi 0,30 foizni ko'rsatgan.

Quyidagi 9-jadvalda O'zbekistonda QQBning iqtisodiyotdagi rolini aniqlash bo'yicha va uning o'zgarish tendensiyalari to'g'risida ma'lumotlar keltirilgan.

9-jadval

QQB iqtisodiyotdagi rolining o'zgarish tendensiyalari,³³

31-dekabr holatiga

Ko'rsatkichlar	Yillar									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. YaIM, trln. so'm	221,35	255,42	356,45	473,65	594,65	668,03	820,53	995,57	1204,48	1454,57
2. YaIM o'sishi, %	107,2	105,9	104,4	105,6	106,8	101,6	108,0	106,0	106,3	106,5
3. QQB savdo aylanmasi hajmi, mlrd. so'm	161	299,8	298,4	687,9	438,66	578,15	1 260,51	4 816,21	2712,75	19 563,07
4. YaIMda, QQB savdo aylanmasi ulushi, % da	0,07	0,12	0,08	0,15	0,07	0,09	0,15	0,48	0,23	1,34
5. Aksiyalar bozori savdo aylanmasi hajmi, mlrd. so'm	153,5	227,8	92,3	433,15	250,77	504,38	1145,36	4705,79	2516,31	19134,40
6. YaIMda, aksiyalar savdo aylanmasi ulushi, % da	0,07	0,09	0,03	0,09	0,04	0,08	0,14	0,47	0,21	1,32
7. Obligatsiyalar bozori savdo aylanmasi hajmi, mlrd. so'm	7,5	4,0	3,0	237,21	38,57	67,34	113,39	110,42	92,178	428,66
8. YaIMda, obligatsiyalar savdo aylanmasi ulushi, % da	0,003	0,002	0,001	0,050	0,006	0,010	0,014	0,011	0,008	0,029

*QQB savdo aylanmasi tarkibiga REPO operatsiyalari hajmi ham kiritilgan.

³²Muallif tomonidan davlat organlari, statistika idoralari, savdo platformalari boshqalar ma'lumotlari asosida hisoblanib shakllantirilgan.

³³Istiqbolli loyihalar milliy agentligi ma'lumotlari asosida muallif tomonidan hisoblanib shakllantirildi.

9-jadval ko‘rinadiki, 2015-yilda O‘zbekistonda QQB savdo aylanmasi hajmi 161 mlrd. so‘mdan iborat bo‘lgan bo‘lsa, mamlakat YaIM tarkibidagi ulushi 0,07 foizni tashkil etgan. Biroq, 2024-yil yakunlariga ko‘ra QQB savdo aylanmasi 19,5 trln. so‘mdan iborat bo‘lib, uning mamlakat YaIMdagi ulushi 1,34 foizni tashkil etgan. Tahlillar natijasida aytish mumkinki, taqqoslanayotgan davr oralig‘ida mamlakatimizda QQB savdo aylanmasi 121,5 barobarga ortgan bo‘lishiga qaramasdan, YaIM hajmi ham yuqori o‘shishga erishganligiga guvoh bo‘lamiz. So‘nggi 10 yillikda aksiyalar bozori savdo aylanmasi 124,5, obligatsiyalar bozori savdo aylanmasi esa 57 barobarga ortgan bo‘lishiga qaramasdan umumiy QQB savdo aylanmasining YaIMdagi salmog‘i kamligicha qolmoqda.

Asosiy makroiqtisodiy ko‘rsatkichlar hisoblanadigan YaIM o‘shishi, inflyatsiya darajasi, foiz stavkalari, valyuta kursi hamda QQB savdo hajmi kabi indikatorlarning portfel investitsiyalar hajmini oshirishga ta‘sirini baholash mamlakat investitsion jozibadorligini oshirishga xizmat qiladi. Ekonometrik tadqiqotni ishlab chiqish yuzasidan O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki, O‘zbekiston Respublikasi Milliy statistika Qo‘mitasi hamda Qimmatli qog‘ozlar Markaziy depozitariysi ma‘lumotlari asosida 2017-yildan 2024-yilgacha bo‘lgan choraklik ma‘lumotlaridan iborat kuzatuvlar soni 25 tani tashkil etuvchi ko‘rsatkichlardan foydalanildi.

Portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymatining pozitiv taqsimot grafigiga ko‘ra, uning umumiy qiymatiga YaIM o‘shishi, moliya bozori kon’yunkturasi, valyuta kursi barqarorligi va inflyatsiya darajasi tendensiyasi birgalikda investitsion oqimlarni belgilaydi hamda xorijiy kapitalni jalb qilishda muhim ahamiyat kasb etadi. Portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymati va unga ta‘sir etuvchi omillarning o‘zaro korrelyatsion bog‘liqlik matritsasi ishlab chiqildi (10-jadval).

10-jadval

Portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymati va unga ta‘sir etuvchi omillarning o‘zaro korrelyatsion matritsasi ³⁴

<i>Variables</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	<i>Significant</i>
(1) <i>lnportf invest</i>	1.000					
(2) <i>lnsecurities market</i>	0.6329 (0.0421)	1.000				***
(3) <i>lnGDP growth</i>	0.5702 (0.0025)	0.5329 (0.0209)	1.000			***
(4) <i>lninfl rate</i>	-0.6013 (0.0071)	-0.5900 (0.0104)	-0.4112 (0.0302)	1.000		***
(5) <i>lnexchange rate</i>	-0.5024 (0.0869)	-0.4723 (0.0921)	-0.3309 (0.018)	-0.3015 (0.0784)	1.000	*

10-jadval natijalariga ko‘ra, portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymati va unga ta‘sir etuvchi omillarning o‘rtasida kuchli, mustahkam va teskari korrelyatsion bog‘liqlik munosabatini namoyish qilgan. Ushbu jadvaldan kuzatish mumkinki, YaIM o‘shishi hamda QQB savdo aylanmasi hajmining sezilarli ijobiy korrelyatsiyasi portfel xorijiy investitsiyalar hajmiga kuchli ta‘sirini ifodalangan. Inflyatsiya darajasi va valyuta kursi o‘rtasida teskari munosabat portfel investitsiya hajmini kamayishiga bevosita ta‘sirga ega. Jadval bo‘yicha p-qiymatning 0,05 punktdan kichikligini inobatga olgan holda, korrelyatsion koeffitsiyent uchun uning statistik ahamiyatlilik darajasi sharti bajarilgan.

³⁴ STATA dasturi asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Portfel xorijiy investitsiyalar hajmi va unga ta'sir etuvchi omillarning statsionarlik holatini aniqlash bo'yicha Unit-root testi o'tkazildi (11-jadval).

11-jadval

Portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymati va unga ta'sir etuvchi omillarning Unit-root testi ko'rsatkichlari³⁵

<i>O'zgaruvchilar</i>	<i>Test Statistic</i>	<i>1% Critical Value</i>	<i>5% Critical Value</i>	<i>10% Critical Value</i>	<i>p-value for Z(t)</i>
<i>lnportf_invest (bog'liq o'zgaruvchi)</i>	-7.308	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000
<i>lnsecurities_market (mustaqil o'zgaruvchi)</i>	-8.054	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000
<i>lnGDP_growth (mustaqil o'zgaruvchi)</i>	-7.807	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000
<i>lninfl_rate (mustaqil o'zgaruvchi)</i>	-6.787	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000
<i>lnexchange_rate (mustaqil o'zgaruvchi)</i>	-6.594	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000

11-jadvalga ko'ra, natijaviy omilning birlik ildiz testi qiymati -7.308 ni, mustaqil o'zgaruvchilarning test natijasi mos ravishda -8.054, -7.807, -7.807 hamda -6.594 qiymatlarni tashkil etgan. Ushbu qiymatlar portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymati va unga ta'sir etuvchi omillarning statistik jihatdan ahamiyatligini hamda moslashganligidan dalolat beradi.

ARDL modeli formulasi quyida keltirilgan.

$$\ln(\text{portf_invest})_t = \alpha + \beta_1 \ln(\text{securi_market})_t + \beta_2 \ln(\text{GDP_growth})_t - \beta_3 \ln(\text{exchange_rate})_t - \beta_4 \ln(\text{infl_rate})_t + \epsilon_t \quad (3)$$

12-jadval

Portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymati va unga ta'sir etuvchi omillarning ARDL (1,2,1,2,2) modeli asosidagi regression tenglama ko'rsatkichlari³⁶

ARDL(1,2,1,2,2) regression
Sample: 2017q3 thru 2023q1
Log likelihood = 39.712114

Number of obs=25
R-squared= 0.9350
Adj R-squar=0.8570
Root MSE=0.0653

D.lnportf_inv ADJ lnportf_invest	Coefficient	Std. err	t	P>t	[95% conf.intervall]	
L1.	-1.477	0.176	-8.400	0.000	-1.869	-1.086 ***
LR						
lnsecurit_market	0.217	0.083	2.630	0.025	0.033	0.401 ***
lnGDP_growth	0.486	0.124	3.940	0.003	0.211	0.762 ***
lnexchange_rate	-0.316	0.172	-1.840	0.096	-0.700	0.067 *
lninfl_rate	-0.197	0.069	-2.870	0.017	-0.349	-0.044 ***
SR						
lnsecuri_market						
D1.	1.275	0.309	4.130	0.002	0.587	1.962 ***
LD.	0.551	0.248	2.220	0.051	-0.002	1.105 **
lnGDP_growth						
D1.	-0.214	0.082	-2.590	0.027	-0.397	-0.030 ***
lnexchange_rate						
D1.	-0.228	0.143	-1.600	0.141	-0.547	0.090
LD.	0.198	0.104	1.900	0.086	-0.034	0.430 *
lninfl_rate						
D1.	0.221	0.073	3.020	0.013	0.058	0.385 ***
LD.	0.212	0.075	2.820	0.018	0.044	0.380 ***
cons	5.422	1.278	4.240	0.002	2.574	8.270 ***

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

³⁵ STATA dasturi asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

³⁶ STATA dasturi asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

ARDL (1,2,1,2,2) model asosida uzoq muddatli munosabatlarda ekonometrik tenglama quyida keltirilgan:

$$\ln(portf_invest)_t = \alpha + 0.214 \ln(securi_market)_t + 0.48 \ln(GDP_growth)_t - 0.31 \ln(exchange_rate)_t - 0.19 \ln(infl_rate)_t + \epsilon_t$$

O'tkazilgan ekonometrik tadqiqot natijasiga ko'ra:

portfel xorijiy investitsiyalar umumiy qiymatiga qimmatli qog'ozlar bozori savdo aylanmasi hajmining ta'sirini baholash natijasiga ko'ra, QQB savdo aylanmasi hajmining bir foizga oshishi xorijiy portfel investitsiyalarining 0,21 foizga o'sishiga olib keladi. Ushbu natijaga ko'ra yanada faol va likvidli moliya bozori xorijiy investorlarni jalb qiladi;

inflyatsiya darajasining ta'sirini baholash natijasi bo'yicha, inflyatsiya darajasining bir foizga oshishi xorijiy portfel investitsiyalarining 0,19 foizga kamayishiga sabab bo'ladi. Ushbu ekonometrik tenglama natijasiga ko'ra, yuqori inflyatsiya investitsiyalar bo'yicha real daromadni pasayishiga olib keladi, bu esa fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir qiladi. Inflyatsiya darajasi, shuningdek, iqtisodiy beqarorlikni keltirib chiqargan holda, noaniqlikni oshiradi va investorlarning ishonchining pasayishiga sabab bo'ladi.

Dissertatsiyaning to'rtinchi bobi **“O'zbekiston iqtisodiyotiga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini ekstensiv rivojlantirish istiqbollari”** deb nomlangan. Unda mamlakatimizda QQB faoliyatini rivojlantirish muammolari va ularni bartaraf etish yo'llari, xalqaro tajribalar asosida O'zbekiston QQB faoliyatini takomillashtirish masalalari va O'zbekiston iqtisodiyotiga QQB orqali investitsiyalar jalb qilish istiqbollari keltirilgan.

O'zbekiston Respublikasida oxirgi yillarda aynan QQB faoliyatini rivojlantirish va takomillashtirish bo'yicha bir nechta amaliy ishlar olib borildi. O'z o'rnida bu amaliy ishlar mamlakat investitsiya muhitini ham tubdan yaxshilash jarayonida asosiy vazifalar qatoridan o'rin olgan. Lekin bugungi kunda mamlakatimiz QQB faoliyati rivojlanishiga salbiy ta'sir etayotgan va unda investorlar faolligini oshirish qandaydir ma'noda munozarali vaziyat sifatida namoyon bo'layotgan ayrim muammolar borki, ushbu holatlarni bartaraf etish iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda QQBning rolini oshirishga xizmat qiladi. Quyidagi O'zbekiston iqtisodiyotiga investitsiyalarni jalb qilishda QQB rolini oshirish va milliy fond bozori faoliyatini yanada rivojlantirishga salbiy ta'sir ko'rsatayotgan asosiy muammolarni keltirib o'tamiz:

O'zbekiston Respublikasi QQBda aksiyadorlik kapitali tarkibida davlat ulushining o'ta yuqori darajada saqlanib qolayotganligi; mamlakatda investitsiya faoliyati va QQB faoliyatini tartibga solish bo'yicha xalqaro standartlarga to'la mos kelmaydigan ko'plab normativ-huquqiy hujjatlar mavjud bo'lib ularni unifikatsiya qilish ishlarining kechikayotganligi; mamlakatdagi mavjud investitsiya muhitining jozibadorligi darajasining yuqori emasligi; QQBni tartibga solish va nazorat qilish yuzasidan mas'ul bo'lgan vakolatli davlat organining ketma-ket almashtirilishi va uning funktsiya hamda vazifalarining o'zgartirilishi, o'z faoliyati doirasida to'la mustaqil emasligi; QQBning tarqoqligi holati; makroiqtisodiy va tashqi omillarning salbiy ta'siri saqlanib qolayotganligi; yaqin xorijiy mamlakatlar bilan taqqoslaganda

iqtisodiyotda aksiyalar bozori kapitalizatsiyasining pastligi; fond bozoridagi bitimlarning eng katta ulushi (birjadagi hajmning 70 foizdan ortig'i) davlat ishtirokidagi korxonalar hissasiga to'g'ri keladi; qimmatli qog'ozlar bozori instrumentlarining past likvidiligi; QQBga uzoq muddatga katta moliyaviy resurslarga ega yirik institutsional investorlarni jalb qilish bo'yicha ishlarning sustligi; davlat mulkini xususiylashtirish bo'yicha amalga oshirilayotgan ishlarni jadallashtirish masalalarining kechikayotganligi.

Yuqoridagi muammolarni bartaraf etish borasida bizningcha quyidagi ayrim masalalarni ko'rib chiqish va joriy qilish QQB faoliyatini optimallashtiradi hamda uning iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishdagi rolini yanada oshiradi.

Tadqiqotlarimiz mobaynida O'zbekiston iqtisodiyotida QQB rolini oshirish va fond bozori orqali investitsiyalarni jalb qilishni takomillashtirish borasida xususiylashtiriladigan davlat mulklari, shu jumladan davlat aksiya paketlari bo'yicha investorlar tomonidan to'lanadigan shartnoma summasi savdo sanasidagi belgilangan BHMning 20 ming baravaridan oshgan taqdirda to'lovlarni 3 yilgacha bo'lgan muddatda bo'lib to'lashga imkoniyat berish maqsadga muvofiqqligi asoslanib taklif shakllantirildi. Mazkur taklif O'zbekiston Respublikasining 2024-yil 14-fevraldagi "Davlat mulkini xususiylashtirish to'g'risida"gi O'RQ-907-son Qonunining 31-moddasi 3-bandida o'z aksini topgan.

Quyidagi 11-rasmda biz davlat ulushi yoki davlatga tegishli aksiya paketlari investor tomonidan sotib olinayotgan paytda ularga shartnomada ko'rsatilgan summani bo'lib to'lash imkoniyati beriladigan imtiyozlar ro'yxatini keltirib o'tamiz.



11-rasm. Davlat mulki oldi-sotdisi bo'yicha investorlarga to'lovlarni bo'lib to'lash yuzasidan berilgan imtiyozlar³⁷

³⁷ O'zbekiston Respublikasining mulkchilik va xususiylashtirish bo'yicha normativ-huquqiy hujjatlari asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

11-rasmdan ko‘rish mumkinki, bugungi kunda mamlakatimizda davlat mulkini xususiylashtirish maqsadida sotuvga chiqarilish jarayonida investorlarga bir qator imtiyozlar berilgan. Bu esa o‘z navbatida mamlakat iqtisodiyotiga xususiy investitsiyalarni yanada ko‘proq jalb qilish imkoniyatini taqdim qilgani bilan bir qatorda, aynan investorlarning boshqa faoliyatlarida mavjud aylanma mablag‘larini ushbu jarayonga jalb qilinmasligiga ham turtki bo‘ladi.

Bugungi kunda mamlakatimiz moliya bozorida tijorat banklari investitsiyaviy jozibadorligini oshirish va ular faoliyatini yanada takomillashtirish borasida ham bir qancha islohotlar amalga oshirildi. Aynan tijorat banklarining investitsiyaviy jozibadorligini oshirish borasida tadqiqotlarimiz mobaynida xalqaro moliyaviy institutlardan jalb qilingan kredit mablag‘larini bank aksiyalariga konvertatsiya qilish imkoniyatini taqdim qilish asosida tijorat banklari kapitallashuvida xorijiy strategik investorlar ishtirokini ta‘minlashning maqsadga muvofiqligi asoslantirilib taklif shakllantirildi. Mazkur taklifdan O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 31-iyuldagi ““O‘zsanoatqurilishbank” ATBning moliyaviy barqarorligini mustahkamlash va xususiylashtirishni jadallashtirishga oid qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”gi PQ-253-son qarorini ishlab chiqishda foydalanilgan.

Bugungi kunda mamlakatimizning eng yetakchi tijorat banklaridan biri bo‘lgan “O‘zsanoatqurilishbank” ATBning bugungi kundagi aksiyadorlari to‘g‘risidagi ma’lumot quyidagi 13-jadvalda keltirilgan.

13-jadval

“O‘zsanoatqurilishbank” ATBning aksiyadorlari to‘g‘risida ma’lumot, 2025-yil 1-yanvar holatiga³⁸

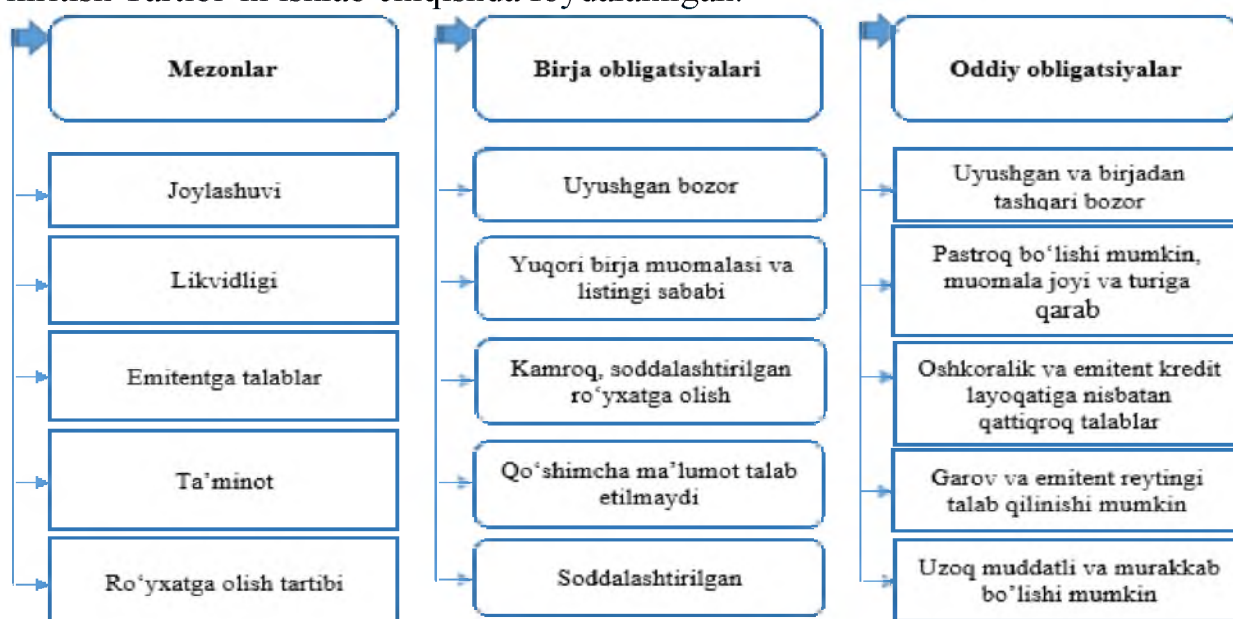
№	Aksiyadorlar ro‘yxati	Mln. so‘m	Foizda
1.	O‘zbekiston Respublikasi Tiklanish va taraqqiyot jamg‘armasi	3 804 574,55	82,19
2.	O‘zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi	623 753,46	13,48
3.	“O‘ztransgaz” AJ	56 051,93	1,211
4.	Boshqalar (yuridik shaxslar)	104 509, 62	2,258
5.	Jismoniy shaxslar	40 052,36	0,87
Jami		4 628 941,92	100

13-jadvaldan ko‘rish mumkinki, “O‘zsanoatqurilishbank” ATBning aksiyadorlik kapitalidagi 99,13 foiz ulush yuridik shaxslarga tegishli bo‘lib, shundan 82,19 foizi O‘zbekiston Respublikasi Tiklanish va taraqqiyot jamg‘armasi va 13,48 foizi O‘zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligiga tegishli davlat ulushi hisoblanadi. Dastlabki rejalarga ko‘ra mamlakatimiz hukumati tomonidan ushbu tijorat bankidagi aksiyalarning nazorat paketini 2024-yilda strategik investor(lar)ga sotishni reja qilingan edi, biroq ayrim sabablarga ko‘ra belgilangan muddat biroz kechiktirildi. Xalqaro moliya korporatsiyasi, Yevropa tiklanish va taraqqiyot banki va Osiyo taraqqiyot banki kredit liniyalari orqali jalb qilingan mablag‘lar “O‘zsanoatqurilishbank” ATB xususiylashtirilayotgan paytda bankning aksiyalariga konvertatsiya qilinadi. Bu esa o‘z o‘rnida ushbu xalqaro

³⁸ <https://sqb.uz/uz/for-investors/key-facts-uz/> ma’lumotlari asosida shakllantirildi.

moliya institutlarga “O‘zsanoatqurilishbank” ATBning aksiyadoriga aylanish imkonini taqdim etadi.

Xalqaro tajribalarni o‘rganish asosidagi xulosalarimizga ko‘ra, mahalliy QQBda yangi moliyaviy instrumentlar orqali investitsiyalar diversifikatsiyasini ta‘minlashda fond birjasi “Stock market” aksiyalar bozorining mavjud listing toifalariga kiritilgan emitentlarga muddati 1 yildan ko‘p bo‘lmagan birja obligatsiyalarini chiqarish imkoniyatini taqdim qilishning maqsadga muvofiqligi yuzasidan ham amaliy taklif shakllantirildi. Mazkur taklifdan “Toshkent” Respublika fond birjasi Kuzatuv kengashining 2023-yil 12-maydagi 6-sonli Bayonnomasi bilan tasdiqlangan ““Toshkent” Respublika fond birjasi aksiyadorlik jamiyatida birja obligatsiyalarini ro‘yxatdan o‘tkazish, joylashtirish va muomalaga kiritish Tartibi”ni ishlab chiqishda foydalanilgan.



12-rasm. Oddiy va birja obligatsiyalari xususiyatlarining farqlanishi³⁹

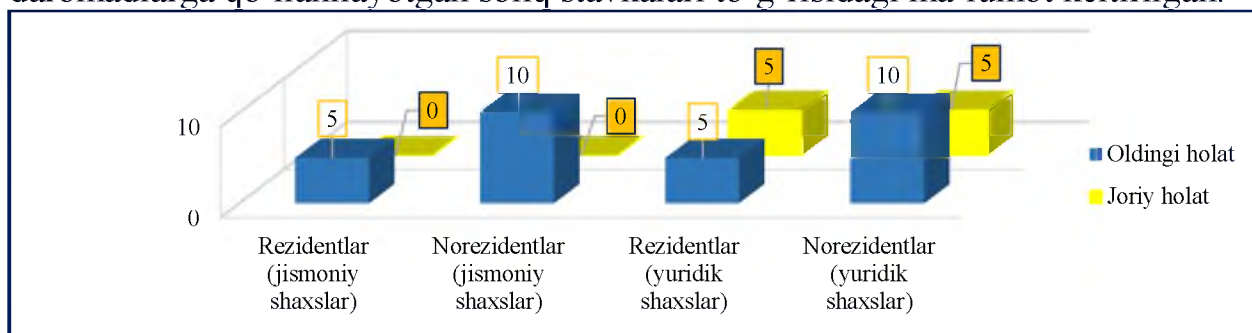
12-rasmdan kuzatishimiz mumkinki, birja obligatsiyalari oddiy obligatsiyalardan asosan ro‘yxatga olish jarayonlarining emitentlar uchun qulayligi bilan ajralib turadi va ularga qisqa muddatlarda kapital jalb qilish imkoniyatini taqdim qiladi. Bu esa o‘z navbatida milliy fond bozorida investitsiyalar diversifikatsiyasini ta‘minlash orqali uning jozibadorligini oshirishga xizmat qiladi.

Ma‘lumki, QQB faoliyatini rivojlantirish va uning mamlakat iqtisodiyotiga investitsiyalar jalb qilishdagi rolini oshirish bo‘yicha bir nechta vositalar mavjud. Shunday vositalardan biri bu albatta fiskal siyosat instrumentlaridan foydalanishdir. Tadqiqotlar yuzasidan xulosalarga ko‘ra oydinlashdiki, har qanday mamlakatda xoh u mahalliy, xoh xorijiy investor bo‘lsin ularni rag‘batlantirish choralari optimallashtirib, imkoniyatlarni maksimal tarzda bir xil yaratib berish maqbul masaladir. Shu boisdan O‘zbekiston Respublikasining norezidenti bo‘lgan yuridik shaxslarning aksiyalar bo‘yicha hisoblangan dividendlar tarzidagi daromadlariga O‘zbekiston Respublikasining rezidenti bo‘lgan yuridik shaxslar kabi foyda solig‘ining 5 foiz stavkasini qo‘llash muddatini uzaytirishni maqsadga muvofiqligi yuzasidan taklif

³⁹ Muallif tomonidan shakllantirildi.

shakllantirildi. Mazkur taklif O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentabrdagi PQ-291-son “Kapital bozorini rivojlantirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorida o‘z aksini topgan.

Quyidagi 13-rasmda investorlar tomonidan aksiyalar bo‘yicha olingan daromadlarga qo‘llanilayotgan soliq stavkalari to‘g‘risidagi ma’lumot keltirilgan.



13-rasm. O‘zbekistonda aksiyalar bo‘yicha olingan dividend ko‘rinishidagi daromadlarga qo‘llaniladigan soliq stavkalari⁴⁰

13-rasmdan kuzatishimiz mumkinki, bugungi kunda xorijiy investorlar mamlakatimiz QQBda aksiyalar bo‘yicha dividend ko‘rinishidagi barcha daromadlariga mahalliy investorlar kabi soliq to‘laydi.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 19-apreldagi “Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorida mahalliy fond bozorida aksiyalarning birlamchi va/yoki ikkilamchi ommaviy taklifi o‘tkaziladigan aksiyadorlik jamiyatlari ro‘yxati berilgan. 2024-yil 26-aprelda O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 17-yanvardagi “Kapital bozorini qo‘llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida” qaroriga o‘zgartirishlar kiritilib Davlat aktivlarini xususiylashtirish va xususiylashtirish jarayonlarini muvofiqlashtirish bo‘yicha davlat komissiyasiga O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti qarorlariga asosan birlamchi (IPO) va (yoki) ikkilamchi (SPO) ommaviy taklif etiladigan aksiyalar paketining hajmini va savdoga chiqarish muddatini belgilash, ularning ro‘yxatiga o‘zgartirish va qo‘shimchalar kiritish vakolati berildi.

Quyidagi 14-rasmda biz aynan qaysi tashkilotlari ushbu vakolatdan foydalanishi mumkinligi to‘g‘risidagi ma’lumotni taqdim etib o‘tamiz.



14-rasm. Xususiylashtiriladigan davlat aksiyalar paketining hajmini o‘zgartirishga taklif berish huquqiga ega tashkilotlari⁴¹

⁴⁰ O‘zbekiston Respublikasi qonunchiligi asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

⁴¹ O‘zbekiston Respublikasining mulkchilik va xususiylashtirish bo‘yicha normativ-huquqiy hujjatlari asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti qarorlariga asosan xususiylashtiriladigan davlat aksiya paketlarini ommaviy savdolarga chiqarishda 3 ta davlat tashkiloti, shu jumladan, bozor holati va andarrayterlar xulosalarini bo‘yicha takliflar qabul qilinadi.

Shu boisdan qimmatli qog‘ozlar bozori orqali investitsiyalar jalb qilishda SPO amaliyotidan foydalanish jarayonida aksiyadorlik jamiyatlari ustav kapitalining 4 foizdan kam bo‘lmagan miqdordagi ulushini joylashtirish maqsadga muvofiqligi bo‘yicha tavsiya shakllantirildi. Mazkur taklif Davlat aktivlarini xususiylashtirish va xususiylashtirish jarayonlarini muvofiqlashtirish davlat komissiyasining 2024-yil 13-sentyabrdagi 84-sonli bayonida o‘z aksini topgan.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 27-avgustdagi “O‘zbekiston Respublikasi milliy investitsiya jamg‘armasini tashkil etish to‘g‘risida”gi qarori kuchga kirgunga qadar “O‘zbekiston respublika tovar-xom ashyo birjasi” AJning 44,4 foiz davlat aksiyalar paketi Davlat aktivlarini boshqarish agentligiga tegishli bo‘lgan. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 27-avgustdagi PQ–303-son qaroriga asosan mazkur jamiyatning 40 foiz aksiyalar paketi yangi tashkil etiladigan “O‘zbekiston Respublikasi milliy investitsiya jamg‘armasi” AJga o‘tkazilishi belgilanganidan so‘ng birjaning 4,44 foiz aksiya paketi ikkilamchi ommaviy savdolarga chiqarilgan.

Yaqin kelajakda “Kapital bozori to‘g‘risida”gi yangi qonun qabul qilinishi rejalashtirilganligini hisobga olib, O‘zbekiston qimmatli qog‘ozlar bozorida yangi moliyaviy vositalar va bir qator boshqa yangiliklarni joriy etish rejalashtirilgan:

1. Islomiy qimmatli qog‘ozlarni joriy etish. O‘zbekistonning “Kapital bozori to‘g‘risida”gi yangi qonuni loyihasida islomiy qimmatli qog‘ozlarga bag‘ishlangan bob kiritilgan. Qonun loyihasi tegishli vazirlik va idoralar bilan kelishish bosqichida. Emitent sifatida maxsus islom moliya kompaniyasini tashkil etish va islom moliyasi standartlari bo‘yicha ixtisoslashtirilgan kengashdan xulosalar olish mexanizmini joriy etish rejalashtirilmoqda.

2. “Xalqchil IPO” dasturini kengaytirish. Bu xususiy investorlar uchun mamlakatimizning yetakchi kompaniyalariga egalik qilishda ishtirok etish, fond bozorini rivojlantirish va uning likvidligini oshirishga hissa qo‘shish imkonini beradi.

3. Xalqaro savdo maydonchalari bilan integratsiya. So‘nggi yillarda O‘zbekiston fond birjasi xalqaro integratsiyaga, turli xalqaro moliya institutlari va birjalar bilan aloqalarni yo‘lga qo‘yishga faol intilmoqda. Bu turli mamlakatlar treyderlariga mahalliy kompaniyalarning aktivlari bilan bevosita savdo qilish imkonini beradi, bu esa xorijiy investorlar uchun bozorning jozibadorligini oshiradi va uning likvidligini oshiradi. 2024-yil noyabr oyida fond bozori axborot-resurs markazi tomonidan amalga oshirilgan Bloomberg platformasi bilan IT infratuzilmasini integratsiyalash yakunlandi. “Toshkent” Respublika fond birjasidagi aksiyalar va obligatsiyalar narxlari haqidagi ma’lumotlar endi butun dunyo bo‘ylab Bloomberg foydalanuvchilari uchun mavjud.

4. Obligatsiyalar bozorining rivojlanishi. 2024-yilda O‘zbekistonda obligatsiyalar bozori qariyb sakkiz baravar o‘sdı, bu esa investorlarning ushbu

vositaga qiziqishi ortganidan dalolat beradi. Shu bois kelgusida obligatsiyalar bozorini rivojlantirishga, jumladan, valyuta obligatsiyalarini chiqarishga alohida e'tibor qaratiladi. Bu korporativ loyihalarni moliyalashtirish va mamlakat iqtisodiyotiga investitsiyalarni jalb qilish uchun qo'shimcha imkoniyatlar yaratadi. Chet el aksiyalari bilan savdo qilish va korporativ obligatsiyalarni xorijiy valyutada chiqarishga ruxsat berish davlat va xususiy korxonalarga xalqaro investitsiyalardan foydalanish imkoniyatini beradi.

5. O'zbekiston Respublika valyuta birjasida (O'zRVB) tarif siyosatini optimallashtirish. 2024-yil 1-noyabrdan boshlab O'zRVB tomonidan davlat qimmatli qog'ozlari bilan operatsiyalar bo'yicha yangi tarif rejalari, jumladan, valyuta almashinuvi uchun to'lovlar pasaytirilgan va dilerlar uchun moslashuvchan tariflar tizimi joriy etildi. Bu bozor ishtirokchilarining faolligini rag'batlantirish va likvidlikni oshirishga qaratilgan.

Bu chora-tadbirlar O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini amaliy rivojlantirishga intilishdan dalolat beradi. Biroq, aniq natijalarga erishish uchun qabul qilingan tashabbuslarni izchil amalga oshirish va ularning samaradorligini doimiy nazorat qilish zarur.

XULOSA

Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda QQB rolini oshirishga oid olib borilgan tadqiqotlarimiz natijasida quyidagi xulosalarning shakllantirilishiga erishildi:

1. Xorijiy va mahalliy yetakchi iqtisodchi olimlar fikr hamda mulohazalarini chuqur tahlil qilgan holda quyidagicha ta'rif shakllantirildi, "Qimmatli qog'ozlar bozori – bu emitentlar va investorlar, yuridik va jismoniy shaxslarning qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq turli operatsiyalarni amalga oshirishi uchun yaratilgan maxsus iqtisodiy makondir".

2. Bugungi kunda mamlakatimiz iqtisodiyotiga investitsiyalarni jalb qilish orqali uning diversifikatsiyasini ta'minlash va o'z o'rnida iqtisodiyotda davlat ulushini kamaytirish uchun milliy fond bozorining samarali faoliyati o'ta zarur hisoblanadi. Umuman olganda O'zbekiston milliy QQB faoliyatini takomillashtirish va uning iqtisodiyotdagi rolini oshirish maqsadida halqaro hamkorlik aloqalarini tubdan ko'rib chiqqan holda, xalqaro moliya institutlari, xorijiy rivojlangan fond birjalari va sohani tartibga soluvchi boshqa xalqaro tashkilotlar bilan integratsiyani kuchaytirish birlamchi vazifalar toifasiga kiradi.

3. Milliy QQB bo'yicha amaldagi normativ-huquqiy bazani unifikatsiyalash yuzasidan ishlarni jadallashtirish muhim hisoblanib, bugungi kunda mamlakatimizning sohadagi qonunchilik bazasi xorijiy tajribalarni va tavsiyalarni joriy qilgan holda optimallashtirilishi maqsadga muvofiq.

4. Iqtisodiyotda davlat ulushi o'ta yuqori holatda saqlanib qolayotgan bir vaqtda amaldagi mavjud moliyaviy instrumentlardan foydalangan holda xorijiy investorlarni aynan QQB orqali jalb qilish bo'yicha ishlarni ko'paytirish muhimdir. Jumladan, IPO amaliyotidan ko'ra ko'proq SPO amaliyotiga ustunlik berish

aksiyadorlik kapitali tarkibidagi ma'lum ulushning investorga sotilishiga va ikkilamchi QQBni ham rivojlantirishga hamda iqtisodiyotga portfel investitsiyalarni jalb qilishni yanada jadallashtiradi.

5. O'zbekiston milliy QQBda turli maqomdagi investorlarga bir xil darajada monetar va fiskal (qimmatli qog'ozlar bo'yicha olingan dividend yoki foiz ko'rinishidagi foyda va daromadlarga soliq stavkalari) instrumentlar orqali rag'batlantirish choralari yuzasidan muddatni maksimal tarzda uzaytirish maqsadga muvofiq ekanligi oydinlashdi. Chunki aynan shunday holatda fond bozorida xoh u mahalliy investor bo'ladimi, xoh xorijiy investor bo'ladimi teng sharoitlarni yaratish orqali raqobat muhitini ta'minlab, QQBning yanada jozibador bo'lishiga erishiladi.

6. O'zbekistonda erkin muomaladagi aksiyalar bozor kapitalizatsiyasining 2024-yilda 2020-yilga nisbatan o'sishi kuzatilgan bo'lsada, 2023-yilga nisbatan 60 mln. AQSh dollari miqdorida pasaygan. Mamlakat YaIMdagi salmog'i ham bor yo'g'i 0,30 foizni tashkil etganligi ham QQBda davlat ulushini kamaytirish, yangi moliyaviy instrumentlarni joriy qilish orqali investitsiyalar diversifikatsiyasini ta'minlash va sohani tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi faoliyatini yanada erkinlashtirish zarurligini ko'rsatmoqda.

7. Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda QQB rolini oshirishda davlat mulkini xususiylashtirish masalalari ham muhim o'rin tutadi. Aynan davlat aksiya paketlari sotuvga chiqarilayotganda investorlar uchun qulaylik va imtiyozlar yaratish borasida ularga to'lovlarni bo'lib-bo'lib to'lash imkoniyatlarini taqdim etish milliy QQBda investitsiyaviy jozibadorlikni yanada oshirishi aniqlandi.

8. Hozirgi kunda tijorat banklari milliy fond bozorida asosiy ishtirokchilar ekanligi hech kimga sir emas. Shu boisdan mamlakatimizda ustav kapitalida aksiyalar bo'yicha nazorat paketi davlatga tegishli tijorat banklarini transformatsiya qilish va xususiylashtirish bo'yicha ham bir nechta ishlar amalga oshirilmoqda. Aynan tijorat banklarining investitsiyaviy jozibadorligini oshirishda xalqaro moliya institutlariga ularning kredit liniyalari bo'yicha ajratilayotgan mablag'larini bankning aksiyalariga konvertatsiya qilish imkoniyatini taqdim qilinishi muhim va samarali usul hisoblanadi.

9. Tadqiqotlarimiz mobaynida QQB bo'yicha xalqaro tajribalarni chuqur tadqiq qilgan holda milliy fond birjasida AJlar investitsion faoliyatida moliyalashtirish manbalariga ehtiyoj sezilgan paytda birja obligatsiyalarini emissiya qilish orqali qo'shimcha investitsiyalarni jalb qilish imkoniyatiga ega ekanligi aniqlandi va zarur tavsiyalar shakllantirildi.

10. Mamlakatimizda bugungi kunda aholi jamg'armalari asosan ko'chmas mulk, bank depozitlari kabi vositalarga yo'naltirilmoqda. Albatta, fuqarolar o'zlariga maqbul daromad keltiradigan moliyaviy vositalarga investitsiyalarini yo'naltiradi, lekin ba'zi qimmatli qog'ozlar bo'yicha daromadlilik darajasi yuqorida sanab o'tilgan vositalarga nisbatan yuqoriroq. Shuning uchun aholi "Xalqchil IPO" kabi dasturlarni ko'proq shakllantirib aholiga kerakli maslahatlar berish ishlarini yanada jadallashtirish maqsadga muvofiqligi oydinlashdi.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/30.12.2019.I.17.01. ПО
ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ
ГОСУДАРСТВЕННОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

ШОМИРОВ АЗИЗБЕК АБДУРАШИДОВИЧ

**ПОВЫШЕНИЕ РОЛИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ
В ПРИВЛЕЧЕНИИ ИНВЕСТИЦИЙ В ЭКОНОМИКУ**

08.00.07 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора экономических наук (DSc)

город Ташкент – 2025 год

Тема докторской диссертации (DSc) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией № В2024.1.DSc/Iq1650.

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.
Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tsue.uz) и информационно-образовательного портала «Ziyounet» (www.ziyounet.uz).

Научный консультант:	Омонов Акрам Абдиназарович доктор экономических наук, профессор
Официальные оппоненты:	Хайдаров Низамиддин Хамраевич доктор экономических наук, профессор Эмирзаев Самариддин Эшкuvatович доктор экономических наук, профессор Хамидова Фарида Абдулкарим кизи доктор экономических наук, профессор
Ведущая организация:	Ташкентский филиал Российского экономического университета им. Г.В.Плеханова

Защита диссертации состоится 29.08 2025 года в 14.00 ч. на заседании научного совета DSc.03/30.12.2019.1.17.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском государственном экономическом университете. (Адрес: 100000, г.Ташкент, ул.Амира Темура, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengashv@tsue.uz).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (регистрационный номер № 1119 Адрес: 100000, г.Ташкент, ул.Амира Темура, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: kutubxona@tsue.uz).

Автореферат диссертации разослан 14.08 2025 года
(протокол реестра № 50 от 14.08 2025 года)



[Signature]

Т.З. Тешабаев
Председатель научного совета по
присуждению ученых степеней,
д.э.н., профессор

[Signature]

Ж.Х. Атияязов
Ученый секретарь научного совета по
присуждению ученых степеней,
д.э.н., профессор

[Signature]

И.Н. Кузнец
Председатель научного семинара при
научном совете по присуждению
ученых степеней, д.э.н., профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора наук (DSc))

Актуальность и востребованность темы диссертации. Нестабильная геополитическая обстановка и экономические условия, наблюдаемые в мировом сообществе, вынуждают различных инвесторов, обладающих крупным капиталом, действовать с предельной осторожностью. Международная практика показывает, что в подобных ситуациях вложение инвестиций в надежные финансовые инструменты через рынок ценных бумаг выступает в качестве наиболее целесообразного решения. Через рынок ценных бумаг поступает поток преимущественно портфельных инвестиций, определяя его лидирующее место в экономике любой страны. Согласно данным Международного валютного фонда (International Monetary Fund), «к началу 2024 года общая стоимость активов портфельных инвестиций (Portfolio Investment Assets) в мире превысила 80,3 трлн. долларов США. При этом на долю США приходится 30 % объема привлечённых портфельных инвестиций (Portfolio Investment Liabilities), по 6 % - на каждую из таких стран, как Великобритания, Люксембург и Каймановы острова, по 5 % - на Францию и Ирландию, по 4 % - на Германию и Японию, по 3 % - на Канаду и Нидерланды. Остальные страны мира в совокупности владеют 28 % этого объема»⁴². Кроме того, согласно ежегодным отчётам организации Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), «В начале 2024 года рыночная капитализация глобального рынка акций составила 115 трлн. долларов США, а общая стоимость глобального рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью - 140 трлн. долларов США»⁴³. Из приведённых данных становится очевидным, что укрепление роли рынка ценных бумаг (РЦБ) в привлечении инвестиций в экономику, повышение его привлекательности за счёт вовлечения различных категорий инвесторов в национальный фондовый рынок, а также увеличение доли свободно обращающихся ценных бумаг в ВВП являются актуальными задачами для достижения позитивных изменений в данной сфере.

В мире на международном уровне ведётся множество научных исследований, направленных на дальнейшее развитие рынка ценных бумаг, увеличение потока инвестиций через фондовые рынки, а также усиление роли РЦБ в экономике. В рамках этих научных исследований изучаются вопросы дальнейшего развития рынка ценных бумаг, совершенствования деятельности фондовых бирж — как его основной инфраструктурной институции, повышения роли РЦБ в экономике, ускорения притока инвестиций через РЦБ, выявления и анализа факторов, оказывающих положительное и отрицательное влияние на развитие РЦБ, диверсификации инвестиций путём внедрения новых инструментов на фондовом рынке, активизации интеграции в зарубежные фондовые рынки, повышения эффективности деятельности

⁴² Данные официального сайта Международного валютного фонда <https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363> Twelfth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics Table 12, 13.

⁴³ Данные Securities Industry and Financial Markets Association <https://www.sifma.org/resources/general/2024-capital-markets-outlook/>.

органов, регулирующих и контролирующих данную сферу. Однако в странах с развивающейся экономикой нестабильность функционирования РЦБ и его инфраструктурных институтов, ограниченное количество финансовых инструментов, предлагаемых инвесторам на фондовом рынке, или неэффективное использование имеющихся инструментов требуют проведения комплексных исследований, направленных на повышение роли РЦБ в привлечении инвестиций в экономику.

В Узбекистане в последние годы продолжается работа по всестороннему развитию РЦБ с целью укрепления его роли в привлечении инвестиций в экономику. Однако на сегодняшний день в процессе привлечения инвестиций через РЦБ, особенно в части приватизации государственных пакетов акций путём их выставления на публичные торги, сохраняются определённые проблемы. В частности, нормативно-правовые акты, принимаемые по этим вопросам, реализуются с задержкой; доля ценных бумаг в свободном обращении по отношению к ВВП страны до сих пор не достигает даже 1%; в структуре общего акционерного капитала на РЦБ сохраняется высокая доля государства; внедрение новых видов финансовых инструментов на фондовом рынке осуществляется с опозданием. В целом сегодня в стране определены конкретные цели по усилению роли национального РЦБ в экономике. В частности, в цели 49 Стратегии «Узбекистан – 2030» поставлена задача «довести объём торгов ценными бумагами в свободном обращении до 8 млрд. долларов»⁴⁴. Именно выявление проблем, связанных с повышением роли РЦБ в привлечении инвестиций в экономику, выработка предложений и рекомендаций по их решению, а также проведение необходимого анализа факторов, негативно влияющих на привлечение капитала иностранных инвесторов на фондовом рынке нашей страны, определяют актуальность темы данного исследования.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит выполнению задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан УП-158 от 11 сентября 2023 года «О Стратегии «Узбекистан – 2030»», УП-37 от 21 февраля 2024 года «О Государственной программе по реализации Стратегии «Узбекистан-2030» в «Год поддержки молодежи и бизнеса»», УП-60 от 28 января 2022 года «О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы», УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала», постановлениях Президента Республики Узбекистан ПП-5073 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию системы регулирования рынка капитала», ПП-90 от 17 января 2022 года «О дополнительных мерах по внедрению эффективных механизмов поддержки рынка капитала», ПП-168 от 18 марта 2022 года «О дополнительных мерах по дальнейшему сокращению государственного участия в экономике и ускорению приватизации», ПП-102 от 24 марта 2023 года «О дополнительных мерах по сокращению

⁴⁴ <https://lex.uz/ru/docs/6600413> - Указ Президента Республики Узбекистан УП-158 от 11 сентября 2023 года «О Стратегии «Узбекистан – 2030».

государственного участия в экономике», ПП-283 от 18 августа 2023 года «О дополнительных мерах по совершенствованию механизма реформирования предприятий и коммерческих банков с участием государства», ПП-391 от 2 сентября 2023 года «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала», а также в других нормативно-правовых документах по привлечению инвестиций в экономику посредством ГЧП.

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

Обзор зарубежных научных исследований по теме диссертации⁴⁵. Актуальность данной диссертационной работы подтверждается тем, что во многих авторитетных международных экономических и финансовых организациях, международных финансовых институтах, ведущих научно-исследовательских и высших учебных заведениях мира, таких как Комиссия ООН по праву международной торговли (The United Nations Commission on International Trade Law - UNCITRAL), Всемирный банк (World Bank), Международный валютный фонд (International Monetary Fund - МВФ), Всемирная федерация фондовых бирж (World Federation of Exchanges), Международная финансовая корпорация (The International Finance Corporation - IFC), Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions - IOSCO), Ассоциация индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (Securities Industry and Financial Markets Association - SIFMA), Стэнфордский университет (Stanford University, США), ведутся научные исследования по вопросам совершенствования механизма привлечения инвестиций через рынок ценных бумаг и повышения его роли в экономике страны.

На основе научных исследований, посвящённых развитию рынка ценных бумаг, его инфраструктуры, а также повышению роли фондовых рынков в привлечении инвестиций в экономику, были получены многочисленные научные и практические результаты: разработаны нормативные акты международного уровня по рассмотрению споров, связанных с торговлей ценными бумагами и инвестициями (Комиссия ООН по праву международной торговли); создана эффективная система публикации аналитической информации о движении портфельных инвестиций в разрезе стран мира (Международный валютный фонд); сформированы выводы и разработаны рекомендации по перспективам привлечения инвестиций через рынок ценных бумаг (Международная финансовая корпорация); выработаны рекомендации по поведению инвесторов на рынке капитала и направлению их капитала в

⁴⁵Источники обзора зарубежных научных исследований по теме диссертации: <https://uncitral.un.org>, www.worldbank.org, <https://www.imf.org>, <https://www.world-exchanges.org/>, <https://www.ifc.org>, <https://www.iosco.org>, <https://www.sifma.org/>, <https://www.stanford.edu/>.

оптимальные финансовые инструменты (Ассоциация индустрии ценных бумаг и финансовых рынков, США); разработаны рекомендации по обеспечению регулярной диверсификации инвестиционного портфеля на фондовом рынке, оценке портфеля и связанных с ним рисков, а также по защите инвесторов от потенциальных потерь (Стэнфордский университет, США).

На сегодняшний день, если обратиться к международной практике, ведётся ряд научных исследований, направленных на развитие деятельности рынка ценных бумаг, привлечение инвестиций через фондовый рынок и повышение его роли в экономике страны, в частности, совершенствование механизмов привлечения инвестиций в экономику, совершенствование методологических основ повышения роли и значения портфельных инвестиций в экономике, привлечение инвестиций посредством внедрения новых финансовых инструментов, соответствующих современным условиям, устранение возможных споров между инвесторами и государством, предупреждение пессимистических настроений среди инвесторов на фондовом рынке, предотвращение коррупционных проявлений путём минимизации человеческого фактора через использование цифровых технологий на рынке ценных бумаг, а также привлечение инвестиций за счет приватизации государственных пакетов акций с целью сокращения доли государства в экономике.

Степень изученности проблемы. В научных трудах множества зарубежных экономистов были рассмотрены теоретико-методологические основы повышения роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику, а также организационно-правовые основы функционирования фондового рынка и совершенствование деятельности инвесторов на национальном рынке ценных бумаг. В частности, такие ведущие зарубежные экономисты, как К. Маркс, А. Смит, Д. Рикардо, Т. Веблен, Д. Канеман, А. Тверски, К. Макконнелл, Бенджамин Грэм, Гарри Марковиц, Уильям Шарп, Юджин Фама, Роберт Шиллер, Фишер Блэк и Майрон Скоулз, Фрэнк Дж. Фабоцци, Фредерик С. Мишкин, Кент Мэтьюс, Массимо Джулиодори, Д. Хиршлейфер, С. Тио, Л.А. Бебчук, А. Коэн, А. Феррелл, Дж. С. Кофи, П. Гомбер, Дж. Кох, М. Сиеринг, Г. Фриде, Т. Буш, А. Бассен, Б. Ли, Дж. Янг, Й. Ван, А. Найк, Э. Вария в своих научных исследованиях изучали такие вопросы, как механизм функционирования рынка ценных бумаг, особенности существующих на нем инструментов, эволюция развития фондового рынка, а также механизмы привлечения инвестиций через рынок ценных бумаг⁴⁶.

⁴⁶ К. Маркс. Капитал в одном томе / — Москва : Издательство АСТ: ОГИЗ, 2021. — 960 с.; Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. — М.: Эксмо, 2016.; Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. Избранное / Д. Рикардо; [пер. с англ.; предисловие. П.Н. Клюкина]. — М.: Эксмо, 2008. — 960 с. — (Антология экономической мысли); Веблен, Т. (1899). Теория праздного класса, Коммонс, Дж. Р. (1934). Институциональная экономика, Митчелл, У. К. (1913). Деловой цикл; Канеман, Д., & Тверски, А. (1979). Теория перспектив: анализ принятия решений в условиях риска, Талер, Р. (2015). Подталкивание: улучшение решений о здоровье, благосостоянии и счастье.; Макконелл К. Р. Экономикс: в 2 т. Т. I. М., 1992.; Бенджамин Грэм, Джейсон Цвейг. Разумный инвестор = The Intelligent Investor: The Definitive Book On Value Investing, Revised Edition. — М.: «Вильямс», 2006. — 672 с. — ISBN 5-8459-0910-4.; Markowitz,

Ведущие экономисты стран СНГ также проводили научные исследования, посвящённые повышению значимости рынка ценных бумаг в экономике через его развитие и изучению особенностей фондового рынка. В частности, такие учёные, как Я. Миркин, Б. Рубцов, А. Буренин, Т. Бердникова, Г. Федотов, В. Белых, В. Галанова, Е. Стародубцева, В. Галанов, Р. Садыхов и другие исследовали теоретические основы функционирования рынка ценных бумаг, практические вопросы и тенденции его развития⁴⁷.

Среди отечественных экономистов такие учёные, как А.В. Вахабов, Н. Жумаев, И. Бутиков, Ш. Шохаззамий, М. Хамидулин, Б. Тошмуродова, С. Элмирзаев, Ф. Хамидова, В. Котов, Э. Носиров и другие проводили научные исследования по вопросам совершенствования деятельности рынка ценных бумаг и привлечения инвестиций через фондовый рынок⁴⁸.

H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, 7(1), 77-91.; Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. The Journal of Finance, 19(3), 425-442.; Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. The Journal of Finance, 25(2), 383-417.; Shiller, R. J. (2000). Irrational Exuberance. Princeton University Press.; Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, 81(3), 637-654.; Fabozzi, Frank J. Bond Markets, Analysis and Strategies. Prentice Hall, 2000. ; Frederick S. Mishkin, Kent Matthews and Massimo Giuliodori. The economics of money, banking and financial markets. UK. Pearson, 2013. P.3.; Frederic S. Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. USA. Prentice Hall, 2012. P.2.; Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. Journal of Accounting and Economics, 36(1-3), 337-386.; Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? Review of Financial Studies, 22(2), 783-827.; Coffee, J. C. (2007). Law and the market: The impact of enforcement. University of Pennsylvania Law Review, 156(2), 227-298.; Gomber, P., Koch, J.-A., & Siering, M. (2017). Digital finance and fintech: current research and future research directions. Journal of Business Economics, 87(5), 537-580.; Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 210-233.; Li, B., Yang, J., Wang, Y., & Niu, J. (2022). Research on the Relationship Between Macroeconomic Indicators and Stock Market Value. Proceedings of Business and Economic Studies, 5(5), 158–163. <https://doi.org/10.26689/pbes.v5i5.4243>; Naik, A. (2024). Impact of macroeconomic factors on the indian stock market. Indian Scientific Journal Of Research In Engineering And Management, 08(05), 1–5. <https://doi.org/10.55041/ijssrem32511>; Varija, E. al. B. (2023). Analysis of Stock Portfolio with Global Economic Factors using Dynamic Data Modelling. International Journal on Recent and Innovation Trends in Computing and Communication. <https://doi.org/10.17762/ijritcc.v11i10.8677>.

⁴⁷ Я.М. Миркин Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: дис. ... докт. эконом. наук. М., 2003.; Мировые рынки ценных бумаг : научное издание / Б. Б. Рубцов. - М. : Экзамен, 2002. - 448 с. - ISBN 5-94692-070-7 : 1035.00 тг, Рубцов Б.Б. Рынок ценных бумаг: Учебник. Москва: КноРус, 2023, URL: <https://book.ru/book/949341>; Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие — М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. —352 с.; 2008.; Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. — М.:ИНФРА — М, 2006. -144 с.; Федотов Г.А. Ценные бумаги: понятие, виды, правовой режим. — М.: Юридическая литература, 2006.; Белых В.С. Оценка стоимости ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика.; В.А.Галанова, А.И.Басова Рынок ценных бумаг. МОСКВА «ФИНАНСЫ И СТАТИСТИКА» 2006; Е. Б. Стародубцева Рынок ценных бумаг. Москва ИД «ФОРУМ» - ИНФРА-М 2006; 2011; Галанов В.А. (2007). Рынок ценных бумаг. Учебник. Инфра-М. ISBN 978-5-16-002869-9; Р.О. Садыхов основные тенденции развития рынка ценных бумаг Азербайджана. Социально-Экономическое Развитие Государств Евразии. 2011 г.

⁴⁸ Vaxabov A.V., Jumaev N.X., Hoshimov E.A. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi: sabablari, xususiyatlari va iqtisodiyotga ta'sirini yumshatish yo'llari. — Т.: Akademnashr, 2009. -141 b.; Бутиков, И. (2023). Проблемы привлечения финансовых ресурсов акционерных обществ с государственной долей в уставном фонде за счет выпуска акций. <http://conference.tsue.uz/index.php/article> Шохаззамий Ш.Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане, Ав-рат дисс...доктора. экон. наук.-Ташкент, БФА, 2011.; Хамидулин М.Б Развитие финансового механизма корпоративного управления, Автореферат дисс...доктора. экон. наук.-Ташкент, БФА, 2009.; Elmiraev S.E. va boshqalar. Moliya bozori. Darslik /— Т.: «Iqtisod Moliya», 2019. — 324 b.; Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия: автореферат дисс... к.э.н. - Ташкент, 2009.-19 с.; Котов В.А.

В рамках темы диссертационного исследования проведены научные исследования и выработаны соответствующие предложения и рекомендации, в частности, по вопросам повышения роли рынка ценных бумаг в экономике, а также поиску решений существующих проблем - Ж.И. Каримкуловым, по направлениям развития торговых систем рынка ценных бумаг - Ф.Т. Мухамедовым, а в последние годы в области развития инфраструктуры рынка ценных бумаг и совершенствования деятельности национального фондового рынка - такими экономистами, как У.Р. Холиков, Х.Х. Худойкулов, Ш.Н. Султанов, А.А. Ибодуллаев, А.И. Каримов, А.Ж. Хужамуродов, Б.Ж. Боев, Н.А. Абдуллаева⁴⁹.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами учреждения высшего образования, где выполнена диссертация. Диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета ИТМ-3 на тему «Научные основы координации финансовой, банковской и учетной систем в условиях модернизации экономики».

Целью исследования является разработка научных предложений и практических рекомендаций по повышению роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику.

Задачи исследования состоит в следующем:

теоретико-методологические основы деятельности рынка ценных бумаг: исследование теоретических взглядов и подходов, значения и необходимости рынка ценных бумаг для привлечения инвестиций в экономику, а также его поэтапного развития;

раскрытие сегментации и функций рынка ценных бумаг в процессе привлечения инвестиций в экономику;

изложение особенностей международной практики регулирования и надзора за рынком ценных бумаг, а также организационно-правовых основ привлечения инвестиций в экономику Узбекистана через рынок ценных бумаг;

классификация факторов, влияющих на деятельность рынка ценных бумаг в Узбекистане, и формирование их характеристики;

Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. – 23 с.; Nasirov E.I. Qimmatli qog'ozlar bozorida tijorat banklari rolini oshirish masalalari: i.f.n. ...diss. avtoreferati. – Toshkent, 2006. – 21 b.

⁴⁹ Karimqulov J.I. O'zbekiston iqtisodiyotida qimmatli qog'ozlar bozori rolini oshirish yo'llari: i.f.n. ...diss. avtoreferati. – Toshkent, 2012. – 22 b.; Muxamedov F.T. O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo'nalishlari, Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) diss. avtoreferati – Toshkent, 2019. – 28 b.; Xoliqov U.R. O'zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2017. – 24 b.; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2018. – 24 b.; Sultonov Sh.N. O'zbekistonda fond bozorini rivojlantirish yo'llari: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2020. – 24; Ibodullaev A.A. O'zbekistonda uyushgan qimmatli qog'ozlar bozorini takomillashtirish («Toshkent» respublika fond birjasi misolida): Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2021. – 60 b.; Karimov A.I. Aholining bo'sh pul mablag'larini jalb qilish orqali qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish. Iqt. fan. bo'y. fal. dok. (PhD)...avtoref. – T.: 2021. – 60 b.; Xo'jamurodov A.J. Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida fond bozori infratuzilmasini takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2019. – 26; Boev B. J. Aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotini takomillashtirishning asosiy yo'nalishlari. Iqt. fan. bo'y. fal. dok. (PhD)...avtoref. – T.: 2021. – 56 b. Abdullaeva N.A. Sug'urta kompaniyalarining fond bozorida faoliyatini takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) diss. avtoreferati – Toshkent, 2022.

анализ привлечённых инвестиций через рынок ценных бумаг на примере зарубежной и отечественной практики, оценка факторов, влияющих на привлечение иностранных инвестиций через рынок ценных бумаг;

выявление проблем развития рынка ценных бумаг в нашей стране и определение путей их устранения;

исследование вопросов совершенствования деятельности рынка ценных бумаг Узбекистана на основе международного опыта;

разработка рекомендаций по перспективам привлечения инвестиций в экономику Узбекистана через рынок ценных бумаг.

Объектом исследования является деятельность национального рынка ценных бумаг Узбекистана.

Предметом исследования является система финансовых отношений, связанных с повышением роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику.

Методы исследования. В процессе исследования использовались такие методы, как системный анализ, обобщение, группировка, наблюдение, логические и сравнительные методы анализа, индукция и дедукция, а также статистический анализ и эконометрическое моделирование.

Научная новизна исследования состоит в следующем:

предложено предоставить возможность оплаты в рассрочку на срок до 3 лет в случае, если сумма контракта, оплачиваемая инвесторами за приватизируемую государственную собственность, включая государственные пакеты акций, превышает 20 000-кратный размер установленного на дату сделки базовой расчетной величины (БРВ);

с целью повышения инвестиционной привлекательности коммерческих банков обосновано обеспечение участия иностранных стратегических инвесторов в капитализации банков на основе конвертации привлеченных из международных финансовых институтов кредитных средств в акции банков;

с целью обеспечения диверсификации инвестиций на внутреннем рынке ценных бумаг посредством новых финансовых инструментов предложено предоставить возможность выпуска биржевых облигаций сроком не более 1 года эмитентам, включённым в существующие категории листинга фондовой биржи «Stock market» на рынке акций;

предложено на доходы, начисленные в виде дивидендов по акциям юридических лиц — нерезидентов Республики Узбекистан, продлить срок применения 5-процентной ставки налога на прибыль по аналогии с юридическими лицами — резидентами Республики Узбекистан;

предложено разместить пакет акций акционерных обществ с долей участия в уставном капитале не менее 4% в процессе использования практики SPO при привлечении инвестиций через рынок ценных бумаг

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

изучены мировая практика и эволюция рынка ценных бумаг в Узбекистане, а также подходы различных экономических школ к рынку ценных бумаг, приведен сравнительный анализ различных подходов к трактовке экономической категории «рынок ценных бумаг» и сформулировано авторское определение;

проведен анализ потоков портфельных инвестиций через рынок ценных бумаг в зарубежных странах и рассчитаны их показатели по «индикатору Баффета»;

проанализирована практика привлечения инвестиций через национальный рынок ценных бумаг в Узбекистане, раскрыта его доля в экономике страны, а также обоснована необходимость приватизации государственных пакетов акций;

проведена оценка влияния макроэкономических показателей на привлечение портфельных иностранных инвестиций через рынок ценных бумаг;

обоснована актуальность стимулирования инвесторов через фискальные инструменты на национальном рынке ценных бумаг, а также предложено упростить и ускорить продажу государственных пакетов акций за счёт внедрения на местной фондовой бирже листинговой категории «Приватизация».

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования обусловлена тем, что использованные в данной диссертационной работе методы и подходы, теоретические и аналитические данные получены из официальных источников; сформулированные обоснованные выводы, необходимые предложения и рекомендации внедрены в практику, а также соответствием данных таких организаций, как Всемирный банк, Международный валютный фонд, Всемирная федерация фондовых бирж, Министерство экономики и финансов Республики Узбекистан, Министерство инвестиций, промышленности и торговли Республики Узбекистан, Государственный комитет по статистике Республики Узбекистан, Агентство по управлению государственными активами, Национальное агентство перспективных проектов Республики Узбекистан, Центральный депозитарий ценных бумаг и Республиканская фондовая биржа «Тошкент».

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов диссертационной работы определяется тем, что они могут быть использованы при проведении научных исследований, посвященных привлечению инвестиций через рынок ценных бумаг и повышению его роли в экономике, а также эффективной организации и совершенствованию деятельности национального фондового рынка на теоретико-методологическом уровне.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что разработанные научные предложения и практические рекомендации могут быть использованы при разработке мер, программ развития, концепций и стратегий, направленных на повышение роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику, а также в вопросах приватизации пакетов акций, находящихся в государственной собственности.

Внедрение результатов исследования. На основе предложений и рекомендаций, разработанных в результате исследований по повышению роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику:

предложение о предоставлении возможности оплаты в рассрочку на срок до 3 лет в случае, если сумма контракта, оплачиваемая инвесторами за приватизируемую государственную собственность, включая государственные пакеты акций, превышает 20 000-кратный размер установленного на дату сделки базовой расчетной величины (БРВ) нашло свое отражение в пункте 3 статьи 31 Закона Республики Узбекистан №ЗРУ-907 от 14 февраля 2024 года «О приватизации государственного имущества» (Справка Агентства по

управлению государственными активами № 03/08-1-12/1048 от 11 марта 2025 г.). В результате в течение 2024 года через электронную торговую платформу «E-auksion» были выставлены на торги 103 объекта государственной собственности стоимостью свыше 20 000 БРВ, а также 13 пакетов государственных акций были размещены на публичные торги на Республиканской фондовой бирже «Тошкент»;

предложение об обеспечении участия иностранных стратегических инвесторов в капитализации банков на основе конвертации привлеченных из международных финансовых институтов кредитных средств в акции банков с целью повышения инвестиционной привлекательности коммерческих банков использовано при разработке Постановления Президента Республики Узбекистан ПП-253 от 31 июля 2023 года «О дополнительных мерах по укреплению финансовой устойчивости и ускорению приватизации Акционерного коммерческого банка «Узпромстройбанк»» (Справка Министерства инвестиций, промышленности и торговли Республики Узбекистан № 04-72-2-00417 от 18 апреля 2025 года). В результате, к концу 2023 года Акционерно-коммерческим банком «Узпромстройбанк» было достигнуто подписание соглашения с Азиатским банком развития о привлечении кредитной линии в размере 50 млн. долларов США с условием конвертации в простые акции банка;

предложение о предоставлении возможности выпуска биржевых облигаций сроком не более 1 года эмитентам, включённым в существующие категории листинга фондовой биржи «Stock market» на рынке акций с целью обеспечения диверсификации инвестиций на внутреннем рынке ценных бумаг посредством новых финансовых инструментов использовано при разработке «Порядка регистрации, размещения и ввода в обращение биржевых облигаций в Акционерном обществе «Республиканская фондовая биржа «Тошкент»», утвержденного Протоколом Наблюдательного совета Республиканской фондовой биржи «Тошкент» № 6 от 12 мая 2023 года (Справка Министерства инвестиций, промышленности и торговли Республики Узбекистан № 04-72-2-00417 от 18 апреля 2025 года). В результате к началу 2025 года 65 эмитентов, включённых в категории листинга «Премиум», «Стандарт» и «Транзит» фондового рынка «Stock Market» Республиканской фондовой биржи «Тошкент», осуществили эмиссию биржевых облигаций и получили возможность привлечения инвестиций в короткие сроки по упрощённой процедуре — исключительно посредством регистрации на фондовой бирже;

предложение о продлении срока применения 5-процентной ставки налога на прибыль на доходы, начисленные в виде дивидендов по акциям юридических лиц — нерезидентов Республики Узбекистан, по аналогии с юридическими лицами — резидентами Республики Узбекистан нашло своё отражение в Постановлении Президента Республики Узбекистан ПП-291 от 2 сентября 2023 года «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала» (Справка Министерства инвестиций, промышленности и торговли Республики Узбекистан № 04-72-2-00417 от 18 апреля 2025 года). В результате

до 31 декабря 2028 года на рынке ценных бумаг Узбекистана были созданы равные условия и льготы для иностранных инвесторов, имеющих статус юридического лица, наравне с местными юридическими лицами, что способствовало повышению инвестиционной привлекательности национального фондового рынка. По итогам 2024 года 171 юридическое лицо, являющееся нерезидентом Республики Узбекистан, уплатило налог с доходов в виде дивидендов по акциям по ставке 5%, сэкономив при этом 751,8 млрд сум;

предложение о размещении пакета акций акционерных обществ с долей участия в уставном капитале не менее 4% в процессе использования практики SPO при привлечении инвестиций через рынок ценных бумаг отражено в Протоколе №84 Государственной комиссии по приватизации государственных активов и координации процессов приватизации от 13 сентября 2024 года № 84 (Справка Агентства по управлению государственными активами № 03/08-1-12/1048 от 11 марта 2025 г.). В результате, в рамках программы «Народное IPO» был реализован выход на вторичное публичное размещение (SPO) на местной фондовой бирже с целью приватизации государственного пакета акций в размере 4,44% уставного капитала АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа», в результате чего были привлечены инвестиции в размере 42,9 млрд сум.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования обсуждены на 11 международных и 10 республиканских научно-практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации было опубликовано 35 научных работ, в том числе 1 научная монография, 13 статей в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве высшего образования, науки и инноваций Республики Узбекистан для публикации основных результатов докторских диссертаций, в том числе: 10 в республиканских и 3 в зарубежных журналах, а также 21 доклад и тезис международных и республиканских научно-практических конференциях было опубликовано.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 248 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обоснована необходимость и актуальность темы исследования, сформулированы цель и задачи, объект и предмет исследования, определено соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики, приведен обзор зарубежных исследований по теме диссертации, изложена научная новизна и практические результаты исследования, раскрыто научное и практическое значение полученных результатов, дана информация о внедрении результатов

исследования в практику, приведены сведения об опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертации **«Теоретические основы и эволюция деятельности рынка ценных бумаг по привлечению инвестиций в экономику»** исследованы теоретико-методологические основы деятельности рынка ценных бумаг: теоретические взгляды и подходы, значимость и необходимость рынка ценных бумаг для привлечения инвестиций в экономику, его последовательное развитие, а также сегментация и функции рынка ценных бумаг в процессе привлечения инвестиций в экономику.

Хотя термин «ценные бумаги» является относительно новым, утверждение о том, что сама эта концепция существовала ещё с древних цивилизаций, не будет преувеличением. Например, в Древнем Риме существовали долговые расписки, которые можно считать прообразом современных облигаций. В Средние века в Европе торговцы использовали векселя — документы, подтверждающие обязательство выплатить определённую сумму денег в будущем.

В статье 3 Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» №ЗРУ-387 в новой редакции от 3 июня 2015 года даётся следующее определение: «Ценные бумаги – документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпускавшим эти документы юридическим лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам»⁵⁰.

В истории экономических знаний научные исследования таких экономистов, как У. Шарп, Г. Александр и Дж. Бейли, не являются секретом - они стали настоящим поворотным моментом именно для инвесторов, являющихся владельцами капитала. По мнению этих исследователей, «ценные бумаги — это свидетельства, закреплённые законом при определённых условиях, которые в будущем приносят определённую выгоду (прибыль, доход)»⁵¹. На наш взгляд, данное определение, безусловно, представлено в весьма обобщённой форме и может показаться простым даже для пользователей, не являющихся экономистами, однако оно не отражает всей полноты содержания данной экономической категории.

Другой российский экономист, Г.В. Федотов своих научных исследованиях изучал правовую природу ценных бумаг, их виды и особенности в обращении. Он определил ценные бумаги как документы, подтверждающие права собственности, утверждая, что их реализация или передача возможна только при представлении этих документов⁵². В то же время в качестве небольшого опровержения или дополнения к взглядам этого экономиста следует упомянуть, что ценные бумаги могут предоставлять своим владельцам не только имущественные, но и неимущественные права.

⁵⁰ Статья 3 Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг».

⁵¹ Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж. Инвестиции. - Пер. с англ. – М.: ИНФРА М, 1999. - XII, 1028 с.

⁵² Федотов Г.А. Ценные бумаги: понятие, виды, правовой режим. – М.: Юридическая литература, 2006.

По утверждению В.А. Татьянникова, ценная бумага интерпретируется как «средство инвестирования временно свободных денежных средств»⁵³.

По мнению одного из отечественных экономистов И.Л. Бутикова, «Ценные бумаги - это имущественные и связанные с ними неимущественные права в сфере привлечения, перераспределения и возврата средств, привлекаемых хозяйствующими субъектами в форме долга или акционерного капитала, удостоверяемые особым образом в форме документа либо в виде записей на счетах в специализированных организациях (депозитариях)»⁵⁴.

По мнению Ш.Ш. Шохъязамий, «Ценная бумага — это, в общем смысле, инвестиционный капитал, а также платёжное средство и особый товар фондового рынка, который обладает эквивалентной (аналогичной) стоимостью и свойствами по отношению к монетизированной (обеспеченной деньгами) реальной базе, обеспечен специальным экономико-информационно-правовым механизмом, представляет собой средство, определяющее, формирующее и развивающее финансовые отношения на специфическом рынке, обеспечивающее распределение и перераспределение финансовых ресурсов, а в определённых случаях приносящее доход, проявляющееся в различных формах, видах и содержаниях»⁵⁵.

Рынок ценных бумаг рассматривается как барометр экономики и считается одним из крупнейших звеньев финансово-кредитной системы. Результаты научных исследований, проведенных ведущими мировыми и отечественными экономистами по теоретическим и методологическим основам данного сегмента финансового рынка, то есть теоретическим воззрениям на этот рынок, его функции и цели, институциональным основам, показывают, что любой вид ценных бумаг выступает на фондовой бирже как торговый инструмент и является финансовым инструментом, приносящим определенную выгоду его владельцам.

В ходе научных исследований были изучены многочисленные работы зарубежных и отечественных экономистов, посвященные формированию, развитию и эффективному функционированию рынка ценных бумаг. На основе проведенного анализа авторские определения экономической категории «рынок ценных бумаг» систематизированы и представлены в виде таблицы 1. В приведённой таблице 1 отражены авторские позиции и подходы различных экономистов, а также отдельных международных финансовых институтов относительно сущности рынка ценных бумаг. Из данной таблицы можно сделать вывод, что в одних источниках рынок ценных бумаг определяется как система, обладающая определёнными характеристиками и выполняющая ряд функций, в других — как механизм, действующий при соблюдении определённых условий, а в третьих — как небольшое экономическое пространство.

⁵³ Там же

⁵⁴ I.L.Butikov. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. T.: Konsauditform. 2001 y.17-b (496 b).

⁵⁵ Sh.Sh.Shoxa'zamiy va boshqalar. Qiimatli qog'ozlar. O'quv qo'llanma. T.: Iqtisod-moliya. 2010. 5-b (130 b).

Таблица 1

**Сравнительный анализ различных подходов к толкованию
экономической категории «рынок ценных бумаг»⁵⁶**

№	Авторы	Трактовка
1.	Всемирный банк (The World Bank)	РЦБ - это механизм, с помощью которого компании и правительства могут привлекать капитал путем выпуска ценных бумаг, а инвесторы могут покупать и продавать эти ценные бумаги для получения прибыли или управления рисками
2.	Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO)	РЦБ - это система, которая включает в себя эмитентов, инвесторов, брокеров, торговые платформы и инфраструктуру, обеспечивающую выпуск, обращение и торговлю ценными бумагами.
3.	Закон «О рынке ценных бумаг»	РЦБ - система отношений юридических и физических лиц, связанных с эмиссией, размещением и обращением ценных бумаг
4.	Sharp U. F., Aleksander G. Dj., Beyli D. V.	Финансовый рынок (или РЦБ) - финансовый рынок или рынок ценных бумаг-это механизм для облегчения обмена финансовыми активами путем объединения покупателей и продавцов ценных бумаг..
5.	Harry Markowitz	Рынок ценных бумаг - это место, где инвесторы могут диверсифицировать свои портфели, чтобы снизить риск.
6.	Frank J. Fabozzi	РЦБ - это система взаимозависимости между всеми участниками процесса торговли ценными бумагами (профессиональными и непрофессиональными), которая обеспечивает свободное обращение капитала и ценных бумаг.
7.	Zvi Bodie, Alex Kane, и Alan J. Marcus	Рынки ценных бумаг - это каналы, по которым инвесторы торгуют акциями, облигациями и другими ценными бумагами.
8.	Mirkin Ya.M.	РЦБ - это организованная система взаимоотношений между ее участниками по выпуску и введению в обращение ценных бумаг.
9.	Рубцов Б.Б.	РЦБ - это совокупность экономических отношений, возникающих между эмитентами, инвесторами и профессиональными участниками рынка в процессе выпуска ценных бумаг.
10.	Галанов В.А.	РЦБ - это система экономических отношений, возникающих в процессе обращения ценных бумаг между эмитентами, инвесторами, профессиональными участниками РЦБ и контролирующими органами.
11.	Буренин А.Н.	РЦБ - представляет собой комплекс экономических отношений, возникающих в процессе выпуска и обращения ценных бумаг, и характеризуется наличием организованных торговых площадок, профессиональных участников рынка, развитой инфраструктурой.
12.	Бутиков И.Л.	РЦБ - это система отношений физических и юридических лиц, связанных с выпуском ценных бумаг, их обращением и погашением.
13.	Шохаъзамий Ш.Ш.	РЦБ - являясь ядром финансового рынка, он способствует экономическому росту страны. Рынок ценных бумаг предоставляет каждому гражданину и субъекту предпринимательства возможность участвовать в инвестиционных процессах посредством приобретения ценных бумаг.
14.	Каримкулов Ж.И.	Поскольку на рынке ценных бумаг (фондовом рынке) в обращении находятся исключительно ценные бумаги, он отличается своей спецификой и резко выделяется среди других видов рынков. Его особенность также заключается в том, что он занимает центральное место в процессах эмиссии ценных бумаг, инвестирования и их купли-продажи.

Изучив вышеуказанные определения, мы считаем целесообразным представить собственное авторское определение следующим образом: «Рынок

⁵⁶Различные публикации и отчеты Всемирного банка по развитию финансового сектора., IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, O'zbekiston Respublikasining «Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida»gi Qonuni, Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: пер. с англ. – М.: «ИНФРА-М», 2001. – С. 29.; Markowitz, Harry. "Portfolio Selection." Journal of Finance, 1952, Fabozzi, Frank J. Bond Markets, Analysis and Strategies. Prentice Hall, 2000, Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. Investments. McGraw-Hill/Irwin, 2018, Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 15., Рубцов Б.Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2002. – С. 18., Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 2003. – С. 12., Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг. – М.: Дело, 2007. – С. 16., I.L. Butikov. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. T.: Konsauditform. 2001 y. 17-b (496 b). Шохаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги - Книга II. Учебник. Т.: «IQTISOD-MOLIYA, 2005.

ценных бумаг - это особое экономическое пространство, созданное для осуществления различных операций с ценными бумагами между эмитентами и инвесторами, юридическими и физическими лицами».

Рынок ценных бумаг оказывает значительное влияние на экономическое развитие, в частности, он играет важную роль в стимулировании роста инвестиций и потребления, обеспечении каналов финансирования для предприятий, модернизации промышленности и содействии инновационному развитию, а также в поддержке макроэкономической политики. На рис. 1 ниже в обобщённой форме представлена роль рынка ценных бумаг в экономике.

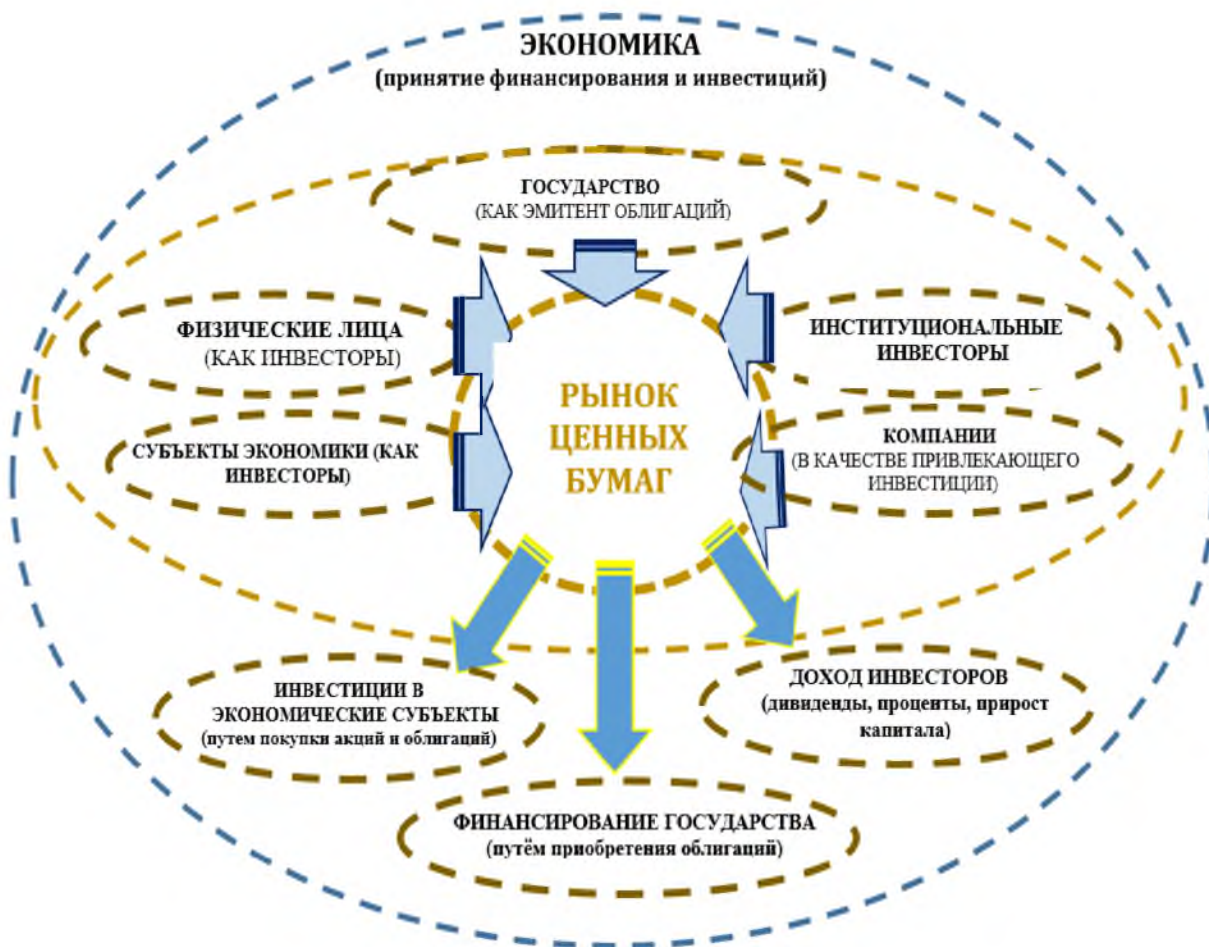


Рис.1. Роль РЦБ в привлечении инвестиций в экономику ⁵⁷

Как видно из рисунка 1, рынок ценных бумаг занимает центральное положение в экономической системе, выступая её ядром. Он представлен как основное экономическое пространство для привлечения инвестиций и получения дохода различными категориями инвесторов, включая государство, институциональных инвесторов, хозяйствующие субъекты, физических и других юридических лиц.

На следующем рисунке 2 представлена расширенная структурная схема рынка ценных бумаг.

⁵⁷ Авторская разработка.



Рис.2. Классификационная структура рынка ценных бумаг⁵⁸

Как видно из рисунка 2, общая структура рынка ценных бумаг классифицируется по различным уровням и характеристикам.

Необходимость усиления роли рынка ценных бумаг в экономике обусловлена тем, что в настоящее время развивающиеся страны стремятся создавать всё новые механизмы привлечения инвестиций в свою экономику с помощью различных инструментов, в то время как развитые страны прилагают максимальные усилия, чтобы не допустить оттока капитала со своей территории (capital flight).

Во второй главе диссертации «Регулятивные основы деятельности рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику и влияющие на него факторы» исследуются особенности мирового опыта в области регулирования и контроля рынка ценных бумаг, организационно-правовые основы привлечения инвестиций в экономику Узбекистана через рынок ценных бумаг, а также классификация и характеристика факторов, влияющих на деятельность рынка ценных бумаг в Узбекистане.

Как известно, ни одна отрасль или сфера экономики не может функционировать произвольно, по своему усмотрению. Поскольку деятельность отраслей и сфер должна быть в определённой степени урегулирована и находиться под контролем, это является обязательным условием. На рисунке 3 ниже представлены сферы ответственности государственных органов по координации деятельности РЦБ. Как видно из рисунка 3, на сегодняшний день в Узбекистане НАПП регулирует деятельность с корпоративными и производными ценными бумагами, тогда как деятельность государственного РЦБ находится в ведении Министерства экономики и финансов. Выпуск депозитных или сберегательных

⁵⁸ Сформулировано автором на основе исследований.

сертификатов, а также банковских векселей контролируется и регулируется Центральным банком.

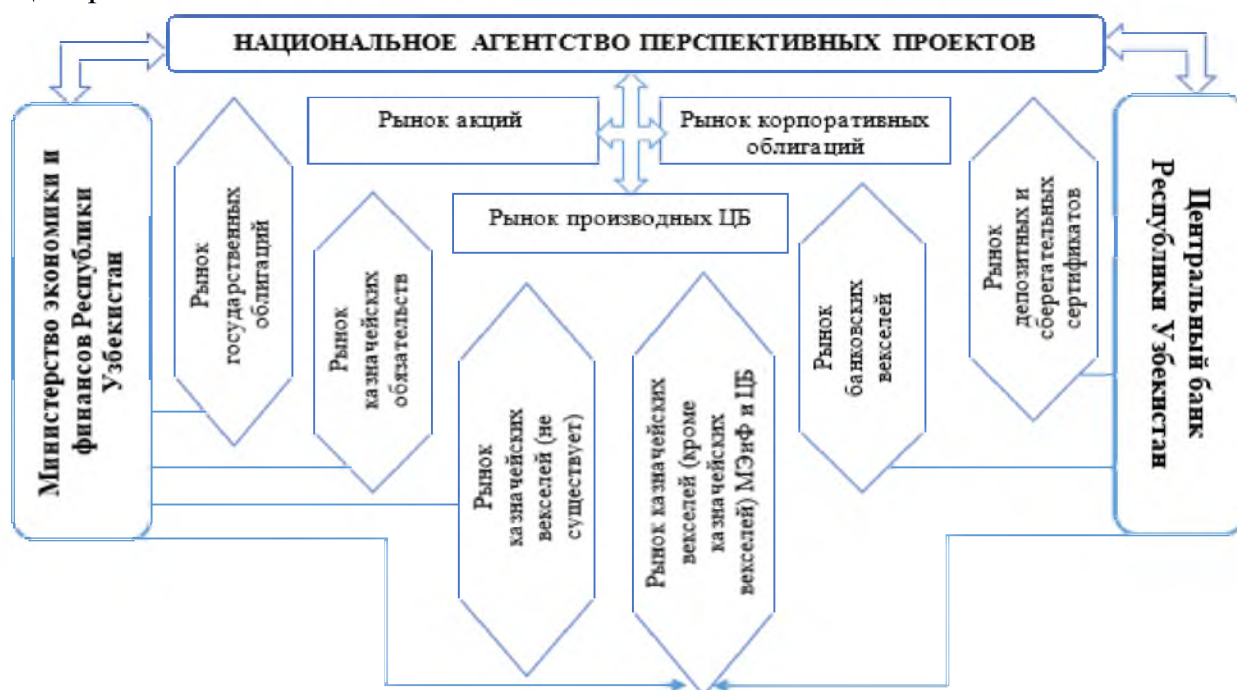


Рис.3. Сфера ответственности уполномоченных государственных организаций по эмиссии, обращению и погашению ценных бумаг⁵⁹

Как видно из таблицы 2, за последние 30 лет государственные регуляторы на рынке ценных бумаг неоднократно менялись.

Таблица 2
Государственные регуляторы по регулированию рынка ценных бумаг⁶⁰

№	Уполномоченные государственные регуляторы по регулированию и контролю РЦБ в Узбекистане		
	Название	Дата	Правовая основа
1.	Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг	27 марта 1996 года	Указ Президента Республики Узбекистан УП-1414 от 26.03.1996 г. «Об образовании центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан»
2.	Агентство по развитию рынка капитала	24 января 2019 года	Постановление Президента Республики Узбекистан ПП-4127 от 24.01.2019 г. «Об организации деятельности Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан»
3.	Министерство финансов	1 мая 2021 года	Постановление Президента Республики Узбекистан ПП-5073 от 13.04.2021 г. «О мерах по дальнейшему совершенствованию системы регулирования рынка капитала»
4.	Министерство экономики и финансов	1 января 2023 года	Указ Президента Республики Узбекистан УП-269 от 21.12.2022 г. «О мерах по реализации административных реформ Нового Узбекистана»
5.	Национальное агентство перспективных проектов	2 сентября 2023 года	Постановление Президента Республики Узбекистан ПП-291 от 02.09.2023 г. «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала»

На следующем рисунке 4 представлено современное общее состояние системы рынка ценных бумаг в Узбекистане.

⁵⁹ Авторская разработка.

⁶⁰ Авторская разработка.

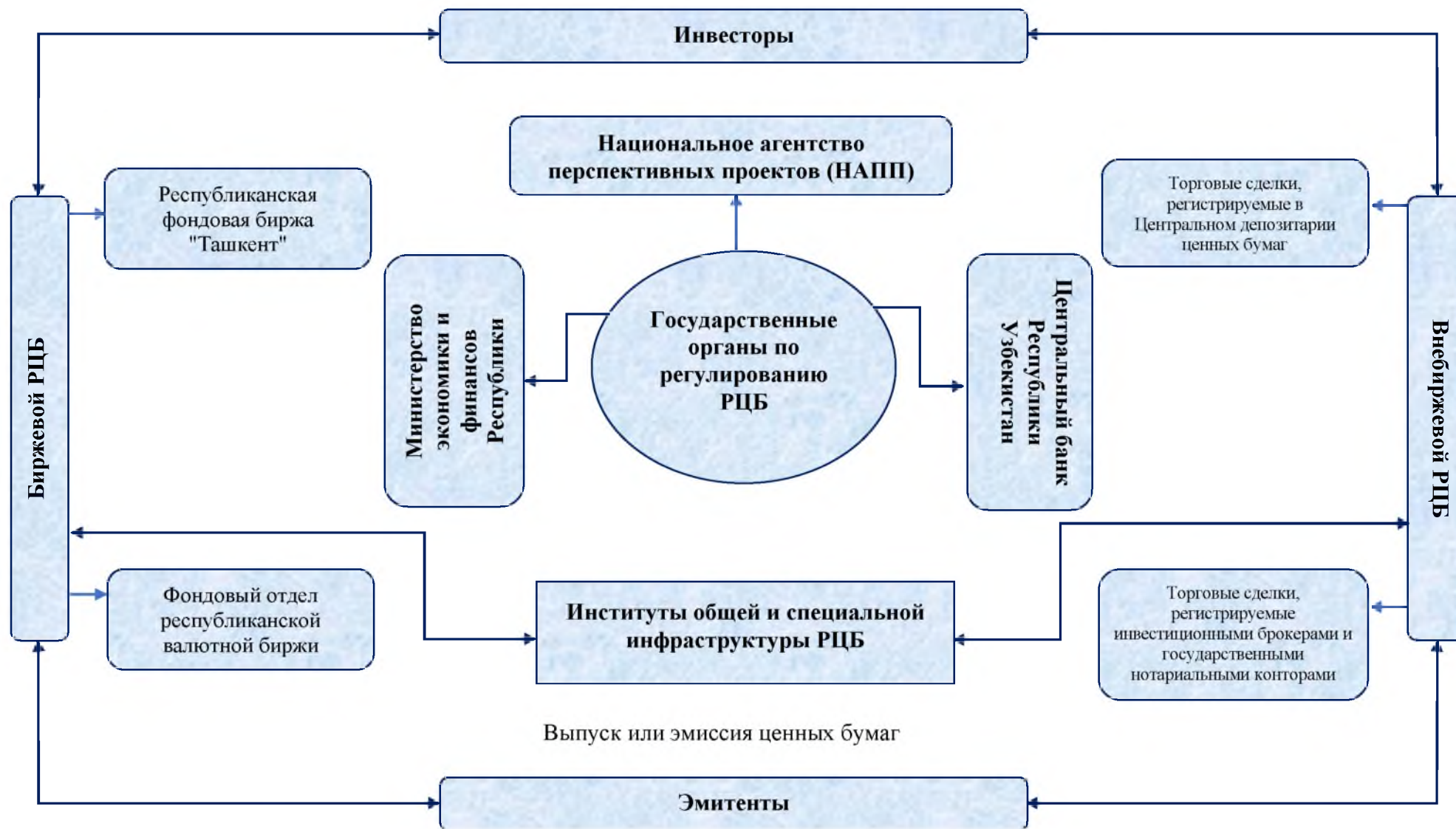


Рис.4. Национальная система рынка ценных бумаг Республики Узбекистан⁶¹.

⁶¹ Сформулировано автором.

Как видно из рисунка 4, на сегодняшний день механизм функционирования рынка ценных бумаг (РЦБ) в Узбекистане организован в совершенно новом формате. Как уже упоминалось ранее, под руководством нового регулятора ведется значительная работа по выполнению задач, предусмотренных в национальном законодательстве.

В третьей главе диссертации под названием **«Тенденции развития деятельности рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику: национальная и международная практика»** освещены следующие вопросы: анализ международной практики привлечения инвестиций через рынок ценных бумаг, анализ практики привлечения инвестиций на рынок ценных бумаг в Узбекистане, а также оценка факторов, влияющих на привлечение иностранных инвестиций в экономику через рынок ценных бумаг.

Стремительно меняющаяся глобальная финансовая ситуация оказывает влияние и на экономику стран мира. Независимо от уровня развития, каждая страна ведёт борьбу за победу в конкуренции на международном рынке ценных бумаг за каждый цент инвестиций. В современных условиях конкуренция между государствами за инвестиции представляет собой острый процесс соперничества между странами, регионами и компаниями за привлечение капитала. Сегодня эта борьба характеризуется зависимостью от целого ряда факторов:

1. Усиление глобализации и конкуренции, то есть открытие новых рынков и либерализация торговли, привели к тому, что компании начали выбирать, куда инвестировать, исходя из наиболее благоприятных условий. Кроме того, страны активно конкурируют между собой, предлагая инвесторам различные преференции, такие как налоговые льготы, субсидии, упрощённые процедуры регистрации и другие стимулы.

2. Технологические изменения, а именно стремительное развитие технологий, в частности цифровых технологий, искусственного интеллекта и зелёной энергетики, создают новые инвестиционные возможности. Страны, которые смогут привлечь инвестиции в эти сферы, получают значительные преимущества в будущем.

3. Геополитическая нестабильность, то есть войны, конфликты и политическая нестабильность в определенных регионах мира, заставляет инвесторов быть более осторожными.

4. Изменение климата, а именно рост осведомлённости о климатических изменениях, приводит к тому, что инвесторы всё больше обращают внимание на экологические факторы.

Как мы отметили выше, нынешняя ситуация в мире заставляет инвесторов избегать излишних рисков, в связи с чем они проявляют всё больший интерес к инструментам с минимальным уровнем риска. В таких условиях они постоянно диверсифицируют свои инвестиционные портфели.

В нижеследующей таблице 3 мы приводим некоторые данные по объёму и динамике инвестиций в мире за последние годы.

Таблица 3

Динамика инвестиций по странам мира за 2015–2023 годы, по состоянию на 31 декабря⁶²

№	Страны	Освоенный объем прямых иностранных инвестиций, млрд долларов США									Общий объем портфельных иностранных инвестиций, млрд долларов США								
		2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год
1.	США	467,6	459,4	308,9	203,2	229,9	93,2	389,4	332,3	310,9	12026,0	13018,2	14609,2	14489,1	16597,2	19685,5	22167,1	18939,0	23623,2
2.	Япония	2,9	19,3	9,3	9,9	13,7	11,7	34,2	34,1	21,433	2024,5	2127,2	2616,3	2459,9	2772,1	3403,1	3217,1	2890,0	3057,5
3.	Германия	20,3	22,6	48,3	72,02	52,6	69,9	51,2	27,4	36,698	2887,0	2753,7	3120,4	2817,9	3023,1	3491,0	3340,9	2747,2	3122,2
4.	Канада	43,8	36,05	22,7	37,6	50,5	25,5	60,3	46,1	50,3	1288,3	1529,0	1783,0	1781,7	1973,4	2199,9	2582,2	2294,3	2565,4
5.	Франция	45,8	23,9	29,3	34,6	20,4	13,1	34,1	75,9	42,03	3044,0	3069,9	3583,7	3401,4	3764,4	4316,5	4255,3	3666,1	4230,2
6.	Республика Корея	4,1	12,1	17,9	12,1	9,6	8,7	22,06	25,04	15,1	451,9	510,1	666,6	602,1	657,6	849,0	803,3	670,3	783,0
7.	Китайская Народная Республика	135,5	133,7	136,3	138,3	141,2	149,3	180,9	189,1	163,2	822,2	838,7	1159,2	1192,4	1457,4	1917,4	2008,0	1627,1	1711,1
8.	Аргентина	11,7	3,2	11,5	11,7	6,6	4,8	6,9	15,4	22,9	35,5	58,8	104,2	80,7	51,4	41,7	37,3	29,4	35,3
9.	Сингапур	59,7	67,5	85,3	73,1	97,5	74,8	126,6	141,1	159,6	275,1	303,7	425,2	334,3	367,8	376,6	440,8	425,7	536,9
10.	Российская Федерация	11,8	37,1	25,9	13,2	32,07	10,4	38,6	- 15,2	8,3	125,8	171,1	196,1	168,3	231,5	181,3	185,1	58,1	51,5
11.	Турция	18,9	13,6	11,1	12,5	9,4	7,6	11,4	13,4	10,4	129,6	113,5	135,2	100,5	107,1	97,7	74,1	65,2	74,6
12.	Саудовская Аравия	3,9	21,9	1,01	12,1	3,07	1,6	23,1	28,05	12,3	10,4	16,6	26,0	32,8	73,4	54,9	116,6	109,5	75,8
13.	Египет	6,9	8,1	7,4	8,1	9,01	5,8	5,1	11,4	9,8	9,6	11,0	30,3	30,8	50,7	46,3	46,7	24,3	23,3
14.	Казахстан	4,057	8,514	4,714	3,898	3,284	3,670	3,353	6,541	3,223	13,9	13,8	17,6	14,1	16,1	18,5	22,0	14,2	14,8
15.	Узбекистан	1,041	1,663	1,797	0,625	2,316	1,728	2,275	2,498	2,187	0,10	0,10	0,10	0,13	1,28	1,97	4,16	3,58	3,41

⁶² Сформулировано автором путем систематизации отчетов конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД) <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2024> и данных Международного Валютного Фонда <https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363>.

Из таблицы 3 можно наблюдать, что в таких высокоразвитых странах, как США и Франция, объем прямых иностранных инвестиций в 2023 году по сравнению с 2015 годом сократился. Однако общий объем портфельных инвестиций в США почти удвоился и достиг 23,6 трлн долларов США. Анализируя данные по странам Азии, в первую очередь привлекает внимание Китайская Народная Республика. В Китае в рассматриваемый период наблюдается более чем двукратный рост портфельных инвестиций. Что касается Узбекистана, то следует отметить, что за последние 9 лет объем привлеченных прямых иностранных инвестиций почти удвоился, а портфельные инвестиции увеличились в 30 раз и достигли 3,41 млрд долларов США.

В следующей таблице 4 мы рассмотрим десятку ведущих стран по объему активов портфельных инвестиций.

Таблица 4

Десятка ведущих стран по объему активов портфельных инвестиций по состоянию на 31 декабря 2023 года⁶³

№	Страна	Общий объем активов портфельных инвестиций, в млрд долларов США	В том числе:			
			Долевые ценные бумаги	Общие долговые ценные бумаги	В том числе:	
					Долгосрочные	Краткосрочные
1.	США	15210,4	11359,4	3851,0	3397,1	453,8
2.	Люксембург	5864,9	3043,6	2821,3	2384,9	436,3
3.	Каймановы острова	5689,8	3141,1	2548,6	2213,3	335,3
4.	Ирландия	4921,1	2328,4	2592,7	1926,2	666,4
5.	Япония	4350,2	2033,2	2316,9	2290,6	26,3
6.	Германия	4309,2	2084,5	2224,7	2168,2	56,4
7.	Великобритания	4202,6	2678,0	1524,6	1364,5	160,0
8.	Франция	3370,0	1148,7	2221,3	1937,9	283,3
9.	Канада	2578,1	1925,5	652,5	640,9	11,6
10.	Нидерланды	2249,0	1259,9	989,0	929,9	59,0
	Прочие	27547,3	13514,0	14032,6	11832,0	2199,8
Итого по всему миру		80293,0	44516,7	35775,6	31086,1	4688,8

Из вышеуказанной таблицы 4 видно, что по состоянию на конец декабря 2023 года общий объем активов портфельных инвестиций в мире превышает 80 трлн долларов США. Из них более 15 трлн долларов США приходится на долю США, что больше общего объема портфельных активов таких стран, как Люксембург и Каймановы острова, занимающих следующие позиции в рейтинге. Примечательно, что как Люксембург, так и Каймановы острова - это государства с очень небольшой территорией, однако созданная в этих странах инвестиционная среда стала стимулом для накопления крупных объемов портфельных инвестиционных активов.

В следующей таблице 5 представлены общие обязательства стран мира по портфельным инвестициям.

⁶³ Сформулировано автором на основе данных <https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363> Twelfth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics.

Таблица 5

Десятка ведущих стран по объёму обязательств по портфельным инвестициям выглядит следующим образом по состоянию на 31 декабря 2023 года⁶⁴

№	Страна	Общий объем активов портфельных инвестиций, в млрд долларов США	В том числе:			
			Долевые ценные бумаги	Общие долговые ценные бумаги	В том числе:	
					Долго-срочные	Кратко-срочные
1.	США	23623,2	12447,3	11162,6	9980,6	1086,2
2.	Каймановы острова	4941,1	3740,0	1127,7	1111,5	22,0
3.	Люксембург	4887,4	4138,5	750,0	680,3	61,5
4.	Соединенное Королевство	4841,2	2473,0	2364,5	1954,2	409,3
5.	Франция	4230,2	1655,9	2588,0	2164,8	411,5
6.	Ирландия	3928,8	3252,2	651,8	580,0	62,1
7.	Германия	3122,2	1192,2	1941,9	1538,3	390,2
8.	Япония	3057,5	1862,1	1204,9	695,3	506,4
9.	Нидерланды	2667,6	1120,9	1546,6	1406,0	140,6
10.	Канада	2565,4	1192,4	1369,2	1109,4	255,1
Прочие		22427,9	11441,7	11068,0	9865,2	1343,3
Итого по всему миру		80293,0	44516,7	35775,6	31086,1	4688,8

Согласно данным таблицы 5, по состоянию на конец декабря 2023 года, США обладали обязательствами по портфельным инвестициям нерезидентов на сумму свыше 23,6 трлн долларов США. Это составляет более одной четверти от общего объёма всех портфельных инвестиционных обязательств в мире.

На следующем рисунке 5 приведены изменения долей регионов в общей капитализации по данным Всемирной федерации фондовых бирж за последние годы.

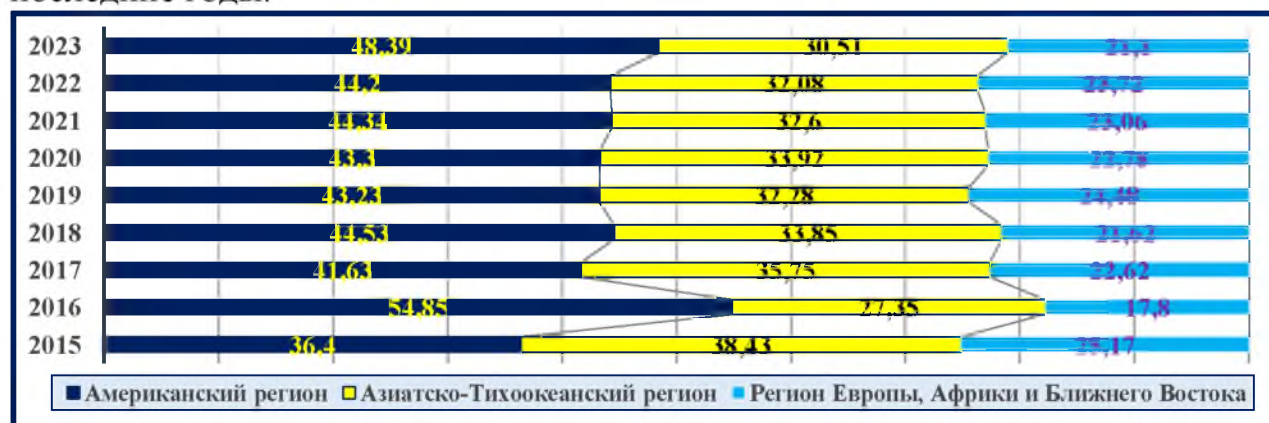


Рис.5. Доля регионов в общей капитализации ВФББ в 2015–2023 годах⁶⁵, в процентах

На основе данных рисунка 5 можно сделать вывод, что доли трёх регионов в общей капитализации JFBB за анализируемый период значительно изменились. В частности, по состоянию на 31 декабря 2015 года доля

⁶⁴ Сформулировано автором на основе данных <https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363> Twelfth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics.

⁶⁵ Сформулировано автором на основе данных <https://www.world-exchanges.org>.

американского региона составляла 36,4 %, в то время как регион Азиатско-Тихоокеанского бассейна лидировал с показателем 38,4 %. Однако благодаря эффективно проводимой либеральной политике по привлечению инвесторов и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг, американский регион к 2023 году достиг результата в 48,3 %. В конце 2023 года доля Азиатско-Тихоокеанского региона составила более 30 %, а регион Европы, Африки и Ближнего Востока - 21,1 %.

В следующей таблице 6 представлен список стран с наивысшей капитализацией рынка ценных бумаг.

Таблица 6

Объём капитализации рынка ценных бумаг в разрезе стран мира за 2015–2023 годы⁶⁶, млрд. долларов США

№	Страна	Годы								
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1.	США	19926,1	23847,2	29237,4	27992,4	32838,1	39396,1	45416,4	40724,9	48769,8
2.	Китайская Народная Республика	5208,5	6609,4	8252,1	5665,9	7501,7	11164,3	11812,0	11115,1	8258,5
3.	Euronext	3190,9	3490,2	4693,7	4102,4	4858,5	4884,0	7006,4	6626,3	6797,5
4.	Япония	4513,8	5149,0	6505,7	5622,6	6062,4	6638,0	6199,0	5650,2	6340,0
5.	Гонконг	3546,6	4236,1	5902,2	5188,8	5245,0	6861,3	6028,7	5572,3	4490,8
6.	Индия	1387,1	1686,0	2423,9	1977,0	2144,9	2499,3	3453,7	3209,4	4386,9
7.	Соединенное Королевство	3150,4	3173,1	3496,1	3218,3	3368,6	3238,7	3356,8	3083,2	3034,1
8.	Канада	1557,7	2067,8	2315,9	2110,2	2346,0	2566,3	3075,2	2913,4	2898,3
9.	Германия	1687,5	1955,6	2565,8	2069,6	2231,4	2473,9	2602,3	2373,9	2371,6
10.	Республика Корея	1140,6	1293,9	1817,6	1486,2	1339,4	2090,7	1981,4	1777,0	1748,0
11.	Тайвань	712,7	890,1	1143,8	971,7	1163,2	1624,8	1978,5	1620,4	1836,7
12.	Австралия	973,2	1229,7	1458,4	1268,7	1372,0	1639,3	1645,8	1718,3	1615,8
13.	Бразилия	425,5	774,5	1012,5	997,7	1045,7	865,1	840,6	778,2	855,6
14.	Сингапур	432,0	505,5	590,1	509,8	474,2	458,9	458,2	435,3	388,4

Из приведённой выше таблицы 6 можно сделать вывод, что к концу 2023 года по объёму капитализации рынка ценных бумаг среди стран мира США увеличили показатель 2015 года в размере 19,9 трлн долларов США почти в 2,5 раза, достигнув отметки в 48,7 трлн долларов США. Примечательно, что азиатские страны - Китай, Япония, Гонконг, Республика Корея, Индия, Тайвань и Сингапур - заняли прочные позиции в этом рейтинге. Совокупная капитализация этих стран составила более 16,9 трлн долларов США в 2015 году и достигла 27,4 трлн долларов США к концу 2023 года.

Другим важным показателем значимости и роли деятельности РЦБ в экономике является отношение общей капитализации фондового рынка к ВВП страны, которое измеряет стоимость фондового рынка по отношению к экономическому росту. Это соотношение также известно как индикатор Баффета, поскольку Уоррен Баффет однажды утверждал, что это соотношение является эффективным инструментом для измерения общей стоимости фондового рынка и рассчитывается следующим образом.

$$Buffett Indicator = \frac{Total\ stock\ market\ value}{Country's\ GDP} * 100\% \quad (1)$$

⁶⁶Сформулировано автором на основе данных <https://en.macromicro.me/collections/20933/global-stock-market/99909/world-total-market-capitalization-of-stock-markets>.

В таблице 7 ниже показано соотношение общей капитализации к ВВП по странам.

Таблица 7

Показатели стран по Индикатору Баффета в 2015–2023 годах, в %⁶⁷

№	Страна	Годы								
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1.	США	108,1	124,5	145,1	133,2	152,8	178,7	186,2	153,7	172,6
2.	Китай	46,39	53,8	59,6	39,5	50,4	62,8	66,1	62,5	45,1
3.	Европект	37,2	38,5	47,8	42,6	52,2	46,3	68,5	59,4	58,3
4.	Япония	90,2	104,4	129,0	109,8	119,9	131,7	145,1	133,9	155,7
5.	Гонконг	1142,2	1298,3	1701,8	1426,8	1447,8	1950,8	1650,7	1536,6	1158,6
6.	Индия	60,4	63,5	89,68	69,7	80,1	78,9	102,9	89,9	112,8
7.	Соединенное Королевство	116,7	118,3	137,2	112,8	124,8	103,0	107,4	91,1	84,5
8.	Канада	102,3	130,4	143,5	112,3	138,1	159,5	162,5	126,9	143,6
9.	Германия	47,7	51,9	63,3	52,3	56,6	56,8	62,4	52,4	50,3
10.	Республика Корея	72,2	75,6	99,6	84,8	76,7	107,6	110,1	96,6	93,4
11.	Тайвань	139,6	158,0	184,7	162,1	183,3	225,0	248,6	207,8	237,0
12.	Австралия	87,8	105,0	113,6	88,3	106,6	129,3	121,0	99,1	106,9
13.	Бразилия	27,2	42,2	46,2	47,8	63,3	66,9	48,8	40,6	53,8
14.	Сингапур	135,4	147,2	156,5	135,2	135,7	105,7	91,9	86,8	73,1
15.	Россия	28,8	48,7	39,6	34,7	46,7	46,5	45,6	23,3	33,0

Из таблицы 7 видно, что по Индикатору Баффета, отражающему соотношение общей капитализации фондового рынка к ВВП страны, Гонконг с большим отрывом является абсолютным лидером - с показателем 1142,2 % в 2015 году и 1158,6 % по итогам 2023 года. В таких странах Американского региона, как США, Канада и Бразилия, также наблюдается рост за рассматриваемый период - соответственно до 172,6 %, 143,6 % и 53,8 %. Среди азиатских стран Тайвань увеличил показатель с 139,6 % в 2015 году до 237 % к 2023 году.

На рисунке 6 ниже представлены данные, отражающие рыночную активность по типам в сегментах глобального ВВП.

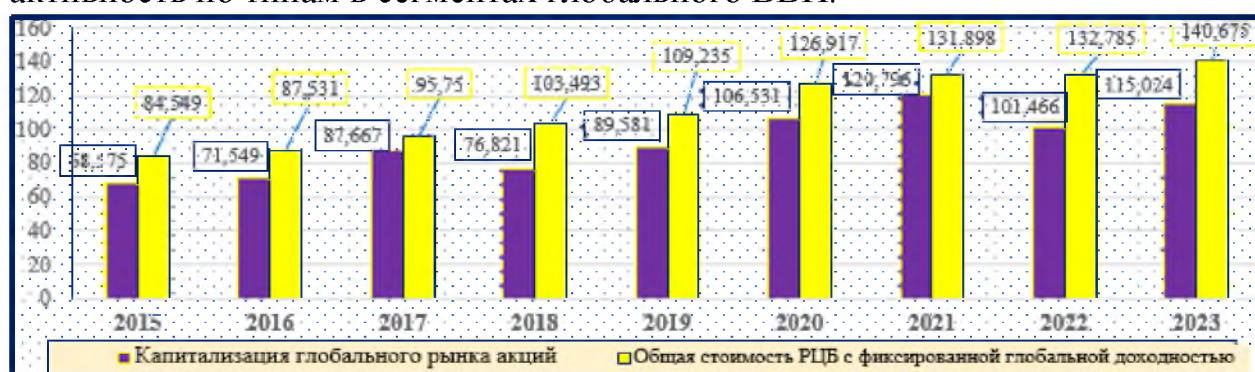


Рис. 6. Динамика развития сегментов глобального РЦБ в мире в 2015–2023 гг., млрд. долларов США⁶⁸

Из рисунка 6 можно увидеть, что капитализация глобального рынка акций составила 68,5 трлн долларов США в 2015 году, а к 2023 году этот показатель

⁶⁷Сформулировано автором на основе данных <https://en.macromicro.me/collections/20933/global-stock-market/99909/world-total-market-capitalization-of-stock-markets> и <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?view=chart>.

⁶⁸Сформулировано автором на основе данных <https://www.sifma.org/resources/general/2024-capital-markets-outlook>.

превысил 115 трлн долларов США, что свидетельствует о росте почти на 60%. Также наблюдается рост на глобальном рынке ценных бумаг с фиксированной доходностью: если в 2015 году его объем составлял 84,5 трлн долларов США, то к 2023 году он превысил 140 трлн долларов, увеличившись более чем на 60%, аналогично капитализации глобального рынка акций.

В таблице 8 представлены некоторые показатели, характеризующие динамику развития РЦБ в мире.

Таблица 8

**Показатели, характеризующие динамику развития мирового РЦБ
в 2015-2023 гг.⁶⁹**

№	Название индикатора		Годы								
			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1.	Общий рынок акций	Рыночная капитализация, млрд долл.США	76829,6	89898,6	87725,4	76827,6	89785,2	106753,1	120953,1	101392,5	111863,1
2.		Количество компаний, прошедших листинг	53000	51754	52038	52143	57848	58177	60169	58988	55961
3.		Общий объем привлечённых инвестиций, млрд долл.США	925,6	814,3	879,5	680,1	679,5	945,6	1809,6	1060,4	498,6
4.		В том числе инвестиции, привлечённые через IPO	185,3	131,8	211,3	208,8	200,5	281,4	508,8	274,7	117,7
5.	Рынок облигаций	Общая сумма привлеченного капитала, млрд долл.США	4378,4	3484,8	4498,8	5250,3	6796,2	12364,8	14639,7	24408,4	6304,5
6.		Количество эмитентов облигаций	24892	465	600	2393	7637	7990	9154	9266	8308
7.	Объём ВВП по всему миру, млрд долларов США		75440,1	76683,3	81611,3	86592,4	87741,2	85483,5	97329,0	100834,7	105022,7

Из таблицы 8 можно наблюдать, что, несмотря на тенденцию роста мирового ВВП в рассматриваемом периоде, его объем оказался ниже капитализации мирового фондового рынка. Следует особо отметить, что объем инвестиций, привлечённых через мировой рынок акций, за последние 9 лет почти вдвое сократился. Причиной этого можно назвать нестабильную геополитическую ситуацию, наблюдаемую в мире в последние годы. Рынок облигаций, в свою очередь, демонстрирует иную картину: если в 2015 году через данный рынок было привлечено 4,3 трлн долларов США, то к 2023 году этот показатель достиг 6,3 трлн долларов США.

В стремительно меняющемся современном мире, как и во многих других странах, в Узбекистане также реализуются крайне важные и неотложные реформы. Это касается различных секторов экономики, включая рынок ценных бумаг, который является одним из ключевых звеньев финансово-кредитной системы. На следующем рисунке 7 приведены данные о совокупном акционерном капитале акционерных обществ, действующих на

⁶⁹Сформулировано автором на основе данных <https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.GDPTotal> и <https://statistics.world-exchanges.org>.

рынке ценных бумаг нашей страны, а также о доле государства в этом капитале.

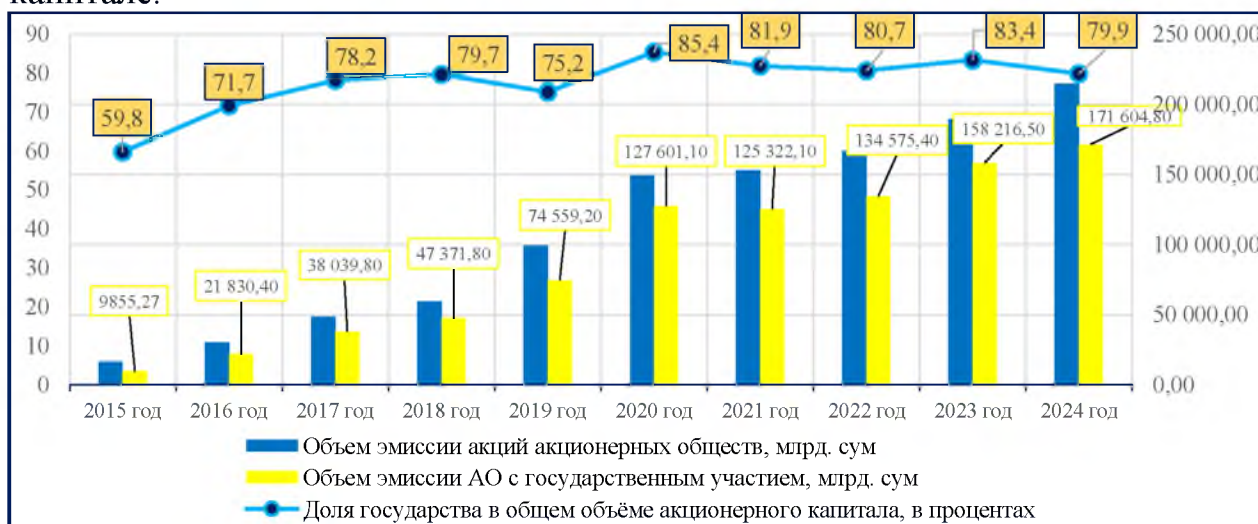


Рис.7. Информация о совокупном акционерном капитале акционерных обществ, действующих на национальном рынке ценных бумаг, и доле государства в нём, по состоянию на 31 декабря⁷⁰

Из рисунка 7 видно, что доля государства в акционерном капитале, представленном на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан, составляла 59,8 % в 2015 году, а к концу 2024 года достигла 79,9 %. То есть, если в начале рассматриваемого периода объем акций, выпущенных 209 акционерными обществами с государственной долей, составлял почти 9,9 трлн сум, то по состоянию на 1 января 2025 года этот показатель увеличился почти в 17,5 раза и превысил 171,6 трлн сум.

Неоднократно подчеркивалась актуальность привлечения иностранных инвестиций через РЦБ. В этой связи представляется целесообразным привести информацию о доле иностранных инвесторов, вложивших капитал через РЦБ, в общем объеме инвестиций, привлечённых на фондовом рынке Узбекистана на сегодняшний день.

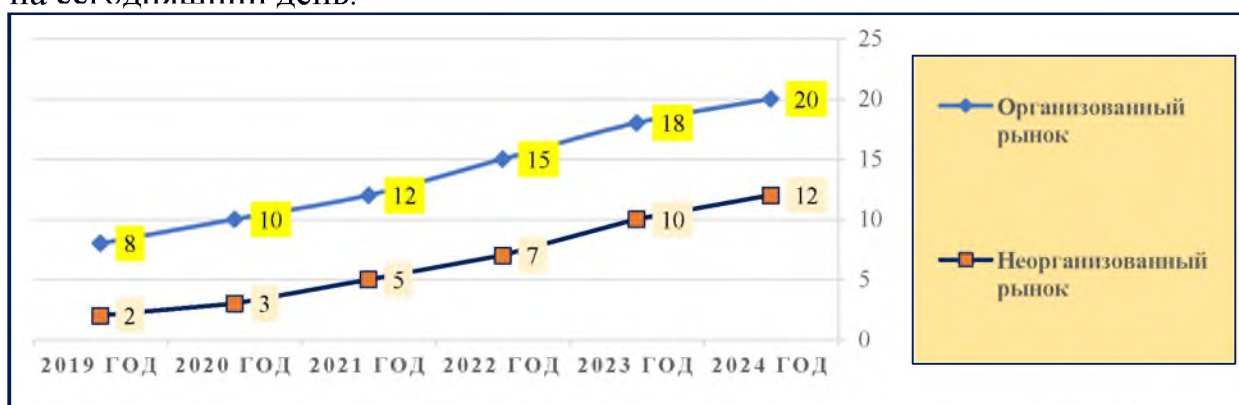


Рис.8. Доля иностранных инвесторов в структуре инвестиций, привлеченных через РЦБ в Узбекистане в 2019-2024 годах, в процентах⁷¹

⁷⁰ Сформировано и рассчитано автором на основе данных государственных органов, статистических учреждений, торговых платформ и других источников.

⁷¹ Сформировано и рассчитано автором на основе данных государственных органов, статистических учреждений, торговых платформ и других источников.

Как видно из рисунка 8, доля иностранных инвесторов в объеме инвестиций, привлечённых через организованный рынок ценных бумаг в Узбекистане, составила 8% в 2019 году, тогда как к концу 2024 года она достигла 20%. На неорганизованном рынке тот же показатель в 2019 году составлял всего 2%, а к 2024 году вырос до 12%.

На следующем рисунке 9 приведены данные об участии всех типов инвесторов в торговле ценными бумагами на организованных и неорганизованных рынках РЦБ.

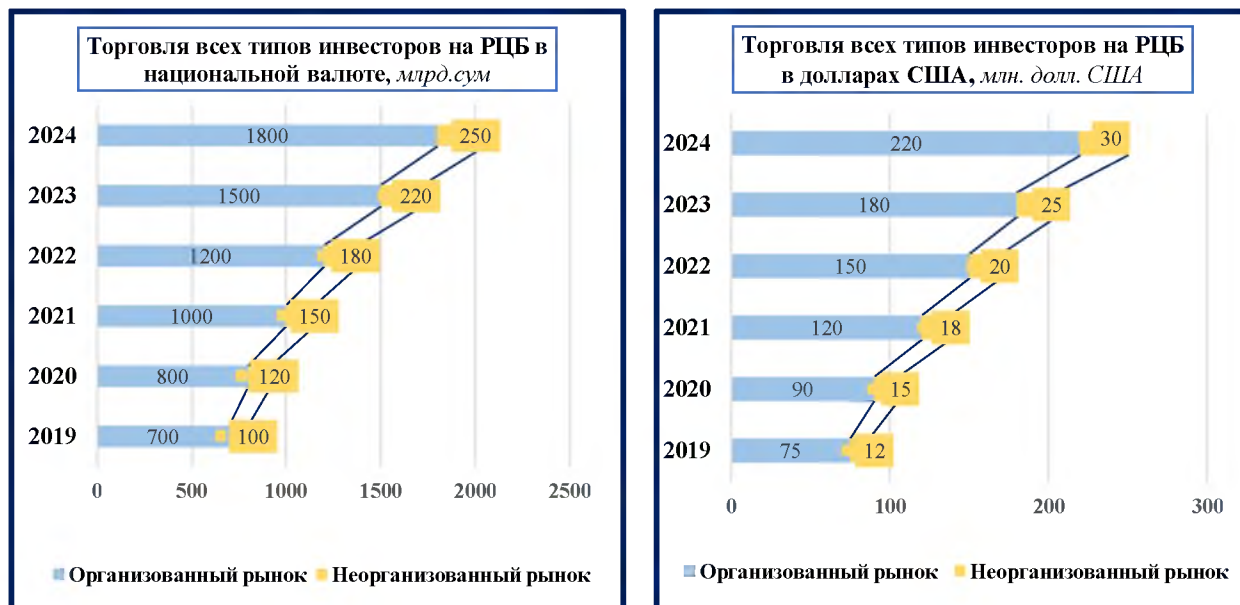


Рис.9. Информация об участии всех категорий инвесторов в торгах ценными бумагами на рынке ценных бумаг Узбекистана ⁷²

Как видно из рисунка 9, объём сделок в национальной валюте на организованном рынке составил 1,8 трлн. сум, тогда как на неорганизованном рынке - 250 млрд. сум. Также наблюдается рост сделок в долларах США: на организованном рынке заключены сделки на сумму 220 млн. долларов, а на неорганизованном рынке - на сумму 30 млн. долларов США всеми категориями инвесторов.

В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» была поставлена задача довести объём ценных бумаг в свободном обращении к 2023 году до не менее 5% от валового внутреннего продукта. Free float, который считается современной категорией свободно обращающихся ценных бумаг или мировой практикой, сегодня интерпретируется как интернациональное понятие. О том, как именно рассчитывается показатель Free float в Республике Узбекистан, указано в Приложении 8 к Положению о котировочном листе Республиканской фондовой биржи «Тошкент». Согласно данному приложению, формула выглядит следующим образом:

⁷²Сформировано и рассчитано автором на основе данных государственных органов, статистических учреждений, торговых платформ и других источников.

$$Free\ float = (E. Кол. прос. Акц. + E. Кол. прив. Акц.) - DU - XJU - Yiu - ChU \quad (2)$$

Из элементов, перечисленных в этой формуле, DU - доля в имуществе государства, органов государственной власти и органов местного самоуправления; XJU - доля в собственности хозяйствующих обществ, в которых доля государства в уставном капитале составляет 50 процентов и более; Yiu - доля лиц, которым в индивидуальном порядке принадлежит 5 и более процентов уставного капитала эмитента; ChU - доля с ограниченным обращением (ценные бумаги, находящиеся в залоге, реализованные по договорам РЕПО и др.)

Итак, был ли достигнут положительный результат по вышеуказанной задаче на рынке ценных бумаг Узбекистана? Попробуем найти ответ на этот вопрос, приведя на следующем рисунке 10 информацию о рыночной капитализации акций, находящихся в свободном обращении в нашей стране.



Рис.10. Доля капитализации рынка акций в свободном обращении в ВВП страны в 2020-2024 гг.⁷³

На рисунке 10 приведена доля рыночной капитализации акций в свободном обращении в ВВП нашей страны за 2020–2024 годы. В 2020 году данный показатель составил 211,7 млн. долларов США, что эквивалентно 0,40% ВВП. В 2023 году он вырос до 395,9 млн. долларов США (0,44% ВВП), однако в 2024 году наблюдается снижение - капитализация составила 330,3 млн. долларов США, а доля в ВВП снизилась до 0,30%.

В следующей таблице 9 приведены данные, отражающие роль рынка ценных бумаг (РЦБ) в экономике Узбекистана, а также тенденции его изменения.

⁷³Сформировано и рассчитано автором на основе данных государственных органов, статистических учреждений, торговых платформ и других источников.

Таблица 9

Тенденции изменения роли РЦБ в экономике,⁷⁴
по состоянию на 31 декабря

Показатели	Годы									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. ВВП, трлн. сум	221,35	255,42	356,45	473,65	594,65	668,03	820,53	995,57	1204,48	1454,57
2. Рост ВВП, в %	107,2	105,9	104,4	105,6	106,8	101,6	108,0	106,0	106,3	106,5
3. Объем торгового оборота РЦБ, млрд. сум	161	299,8	298,4	687,9	438,66	578,15	1 260,51	4 816,21	2712,75	19 563,07
4. Доля торгового оборота РЦБ в ВВП, в %	0,07	0,12	0,08	0,15	0,07	0,09	0,15	0,48	0,23	1,34
5. Объем торгового оборота рынка акций, млрд. сум	153,5	227,8	92,3	433,15	250,77	504,38	1145,36	4705,79	2516,31	19134,40
6. Доля торгового оборота акций в ВВП, в %	0,07	0,09	0,03	0,09	0,04	0,08	0,14	0,47	0,21	1,32
7. Объем торгового оборота рынка облигаций, млрд. сум	7,5	4,0	3,0	237,21	38,57	67,34	113,39	110,42	92,178	428,66
8. Доля торгового оборота облигаций в ВВП, в %	0,003	0,002	0,001	0,050	0,006	0,010	0,014	0,011	0,008	0,029

* В состав оборота торгов на рынке ценных бумаг (РЦБ) включён также объём операций РЕПО.

Данные таблицы 9 показывают, что в 2015 году объём оборота на рынке ценных бумаг (РЦБ) в Узбекистане составил 161 млрд. сум, что соответствовало 0,07% от ВВП страны. Однако по итогам 2024 года объём оборота РЦБ составил 19,5 трлн. сум, а его доля в ВВП страны - 1,34%. Результаты анализа показывают, что несмотря на то, что за рассматриваемый период оборот РЦБ в стране увеличился в 121,5 раза, объём ВВП также значительно вырос. За последние 10 лет оборот торгов на рынке акций увеличился в 124,5 раза, а на рынке облигаций - в 57 раз. Тем не менее, доля общего оборота РЦБ в ВВП остаётся незначительной.

Оценка влияния таких ключевых макроэкономических показателей, как рост ВВП, уровень инфляции, процентные ставки, валютный курс и объём торгов на рынке ценных бумаг, на объём портфельных инвестиций способствует повышению инвестиционной привлекательности страны. Для проведения эконометрического исследования были использованы квартальные данные за период с 2017 по 2024 год, всего 25 наблюдений, собранных на основе информации Центрального банка Республики Узбекистан, Агентства статистики при Президенте Республики Узбекистан и Центрального депозитария ценных бумаг.

Согласно графику положительного распределения общей стоимости портфельных иностранных инвестиций, совокупное влияние таких факторов, как рост ВВП, конъюнктура финансового рынка, стабильность валютного курса и тенденции уровня инфляции, играет важную роль в формировании

⁷⁴Расчеты выполнены и сформулированы автором на основе данных Национального агентства перспективных проектов.

инвестиционных потоков и привлечении иностранного капитала. Была составлена матрица корреляционной зависимости между общей стоимостью портфельных иностранных инвестиций и факторами, влияющими на неё (см. таблицу 10).

Таблица 10

Корреляционная матрица взаимосвязи между общей стоимостью портфельных иностранных инвестиций и факторами, влияющими на неё⁷⁵

<i>Variables</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	<i>Significant</i>
(1) <i>lnportf invest</i>	1.000					
(2) <i>lnsecurities market</i>	0.6329 (0.0421)	1.000				***
(3) <i>lnGDP growth</i>	0.5702 (0.0025)	0.5329 (0.0209)	1.000			***
(4) <i>lninfl rate</i>	-0.6013 (0.0071)	-0.5900 (0.0104)	-0.4112 (0.0302)	1.000		***
(5) <i>lnexchange rate</i>	-0.5024 (0.0869)	-0.4723 (0.0921)	-0.3309 (0.018)	-0.3015 (0.0784)	1.000	*

Согласно результатам таблицы 10, между общей стоимостью портфельных иностранных инвестиций и факторами, влияющими на неё, наблюдается сильная, устойчивая и обратная корреляционная зависимость. Как видно из таблицы, значительная положительная корреляция между ростом ВВП и объёмом оборота на РЦБ указывает на их сильное влияние на объём портфельных иностранных инвестиций. Обратная зависимость между уровнем инфляции и валютным курсом оказывает прямое воздействие на снижение объёма портфельных инвестиций. Учитывая, что значение p меньше 0,05, выполнено условие статистической значимости коэффициента корреляции.

Для определения стационарности объёма портфельных иностранных инвестиций и факторов, влияющих на него, был проведён тест на единичный корень (Unit-root test), результаты которого представлены в таблице 11.

Таблица 11

Показатели Unit-root test общего объёма портфельных иностранных инвестиций и факторов, влияющих на него⁷⁶

<i>Переменные</i>	<i>Test Statistic</i>	<i>1% Critical Value</i>	<i>5% Critical Value</i>	<i>10% Critical Value</i>	<i>p-value for Z(t)</i>
<i>lnportf_invest</i> (зависимая переменная)	-7.308	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000
<i>lnsecurities_market</i> (независимая переменная)	-8.054	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000
<i>lnGDP_growth</i> (независимая переменная)	-7.807	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000
<i>lninfl_rate</i> (независимая переменная)	-6.787	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000
<i>lnexchange_rate</i> (независимая переменная)	-6.594	-3.750	-3.000	-2.630	0.0000

Согласно таблице 11, значение теста на единичный корень для зависимой переменной составляет -7,308, а результаты теста для независимых переменных соответственно равны -8,054, -7,807, -7,807 и -6,594. Эти значения свидетельствуют о статистической значимости и стационарности общего объёма портфельных иностранных инвестиций и факторов, влияющих на него.

⁷⁵ Сформулировано автором на основе программного обеспечения Stata.

⁷⁶ Сформулировано автором на основе программного обеспечения Stata.

Формула модели ARDL представлена ниже.

$$\ln(portf_invest)_t = \alpha + \beta_1 \ln(securi_market)_t + \beta_2 \ln(GDP_growth)_t - \beta_3 \ln(exchange_rate)_t - \beta_4 \ln(infl_rate)_t + \epsilon_t \quad (3)$$

Таблица 12

Показатели регрессионного уравнения на основе модели ARDL (1,2,1,2,2) общего объема портфельных иностранных инвестиций и факторов, влияющих на него⁷⁷

ARDL(1,2,1,2,2) regression
Sample: 2017q3 thru 2023q1
Log likelihood = 39.712114

Number of obs=25
R-squared= 0.9350
Adj R-squar=0.8570
Root MSE=0.0653

D.lnportf_inv ADJ	Coefficient	Std. err	t	P>t	[95% conf.interval]	
lnportf_invest						
L1.	-1.477	0.176	-8.400	0.000	-1.869	-1.086 ***
LR						
lnsecuri_market	0.217	0.083	2.630	0.025	0.033	0.401 ***
lnGDP_growth	0.486	0.124	3.940	0.003	0.211	0.762 ***
lnexchange_rate	-0.316	0.172	-1.840	0.096	-0.700	0.067 *
lninfl_rate	-0.197	0.069	-2.870	0.017	-0.349	-0.044 ***
SR						
lnsecuri_market						
D1.	1.275	0.309	4.130	0.002	0.587	1.962 ***
LD.	0.551	0.248	2.220	0.051	-0.002	1.105 **
lnGDP_growth						
D1.	-0.214	0.082	-2.590	0.027	-0.397	-0.030 ***
lnexchange_rate						
D1.	-0.228	0.143	-1.600	0.141	-0.547	0.090
LD.	0.198	0.104	1.900	0.086	-0.034	0.430 *
lninfl_rate						
D1.	0.221	0.073	3.020	0.013	0.058	0.385 ***
LD.	0.212	0.075	2.820	0.018	0.044	0.380 ***
cons	5.422	1.278	4.240	0.002	2.574	8.270 ***

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Эконометрическое уравнение для долгосрочных отношений на основе модели ARDL (1,2,1,2,2) приведено ниже:

$$\ln(portf_invest)_t = \alpha + 0.214 \ln(securi_market)_t + 0.48 \ln(GDP_growth)_t - 0.31 \ln(exchange_rate)_t - 0.19 \ln(infl_rate)_t + \epsilon_t$$

Согласно результатам проведенного эконометрического исследования:

По результатам оценки влияния объема оборота на рынке ценных бумаг на общий объем портфельных иностранных инвестиций, установлено, что увеличение оборота на рынке ценных бумаг на один процент приводит к росту портфельных иностранных инвестиций на 0,21 процента. Этот результат свидетельствует о том, что более активный и ликвидный финансовый рынок способствует привлечению иностранных инвесторов.

По результатам оценки влияния уровня инфляции установлено, что увеличение инфляции на один процент приводит к снижению объема портфельных иностранных инвестиций на 0,19 процента. Согласно результатам данной эконометрической модели, высокая инфляция снижает реальную доходность инвестиций, что отрицательно сказывается на инвестиционной привлекательности фондового рынка. Кроме того, высокий

⁷⁷ Сформировано автором на основе программы Stata.

уровень инфляции вызывает экономическую нестабильность, увеличивает неопределенность и снижает доверие инвесторов.

Четвёртая глава диссертации называется **«Перспективы экстенсивного развития деятельности рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в экономику Узбекистана»**. В ней изложены проблемы развития деятельности РЦБ в нашей стране и пути их устранения, вопросы совершенствования деятельности РЦБ Узбекистана на основе международного опыта, а также перспективы привлечения инвестиций в экономику Узбекистана через РЦБ.

В последние годы в Республике Узбекистан были проведены ряд практических мероприятий, направленных на развитие и совершенствование деятельности фондового рынка. В свою очередь, эти меры заняли важное место среди приоритетных задач по коренному улучшению инвестиционного климата в стране. Однако на сегодняшний день существуют определенные проблемы, которые негативно влияют на развитие РЦБ страны и в некоторой степени создают спорную ситуацию в вопросе повышения активности инвесторов. Устранение этих проблем будет способствовать усилению роли РЦБ в привлечении инвестиций в экономику. Ниже приведены основные проблемы, оказывающие негативное влияние на развитие национального фондового рынка и повышение роли РЦБ в привлечении инвестиций в экономику Узбекистана:

Чрезмерно высокая доля государственного участия в структуре акционерного капитала на РЦБ Республики Узбекистан; Наличие множества нормативно-правовых актов, регулирующих инвестиционную деятельность и функционирование фондового рынка, которые не в полной мере соответствуют международным стандартам, а также задержка процессов их унификации; недостаточно высокий уровень инвестиционной привлекательности существующей инвестиционной среды в стране; частая смена уполномоченного государственного органа, ответственного за регулирование и контроль фондового рынка, изменение его функций и задач, а также отсутствие полной независимости в рамках своей деятельности; фрагментарность фондового рынка; сохранение негативного воздействия макроэкономических и внешних факторов; низкий уровень капитализации рынка акций по сравнению со странами ближнего зарубежья; основная доля сделок на фондовом рынке (более 70% объема биржевых операций) приходится на предприятия с государственным участием; низкая ликвидность инструментов рынка ценных бумаг; недостаточная работа по привлечению на фондовый рынок крупных институциональных инвесторов, обладающих значительными долгосрочными финансовыми ресурсами; задержка в ускорении процессов приватизации государственной собственности.

В целях устранения вышеуказанных проблем, на наш взгляд, рассмотрение и реализация следующих вопросов позволит оптимизировать деятельность РЦБ и еще больше повысить его роль в привлечении инвестиций в экономику.

В ходе наших исследований была сформулирована обоснованная рекомендация по повышению роли РЦБ в экономике Узбекистана и совершенствованию механизма привлечения инвестиций через фондовый рынок. В частности, предлагается предоставить возможность рассрочки платежей на срок до 3 лет по договорам, заключенным по приватизируемому государственному имуществу, включая государственные пакеты акций, в случаях, если сумма договора, подлежащая уплате инвестором, превышает 20 000-кратный размер установленного на дату продажи БРВ. Данная рекомендация нашла своё отражение в пункте 3 статьи 31 Закона Республики Узбекистан «О приватизации государственного имущества» ЗРУ–907 от 14 февраля 2024 года.

На рисунке 11 ниже мы приводим список льгот, при которых государственная доля или принадлежащие государству пакеты акций предоставляются инвестору с возможностью выплаты им в рассрочку суммы, указанной в контракте.

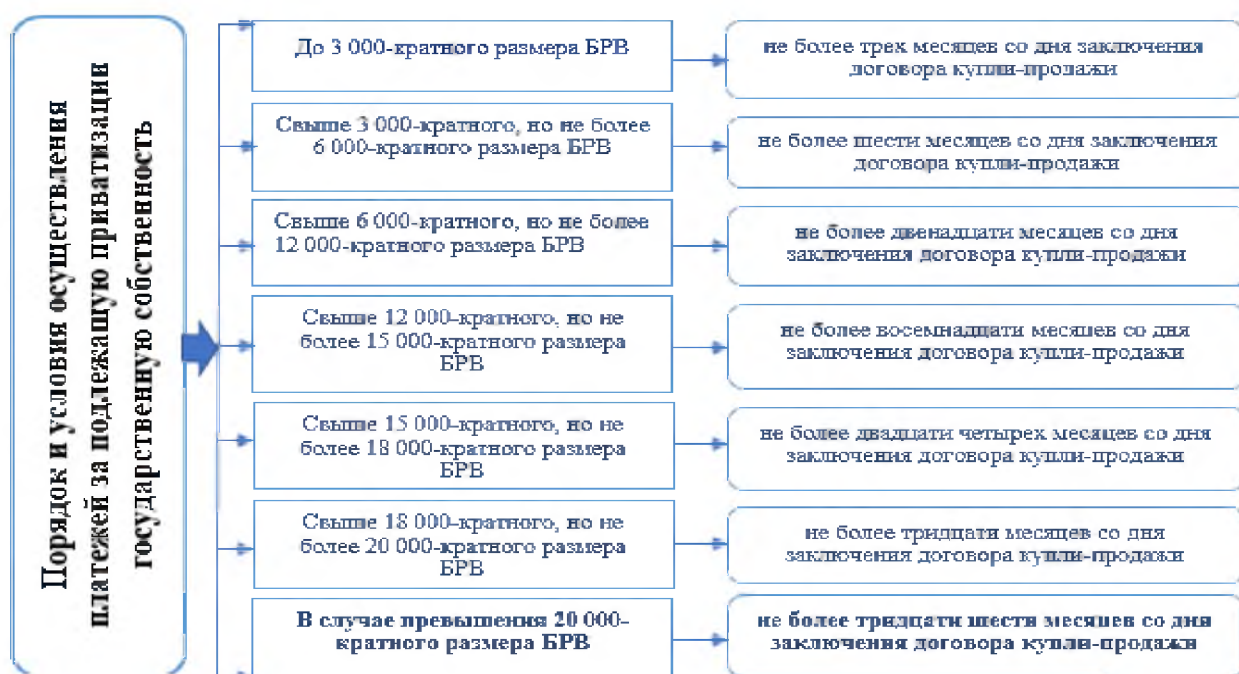


Рис.11. Льготы, предоставленные инвесторам по рассрочке платежей при купле-продаже государственного имущества⁷⁸

Как видно из рисунка 11, в настоящее время в нашей стране в процессе выставления государственного имущества на продажу с целью его приватизации инвесторам предоставляется ряд льгот. Это, в свою очередь, не только дает возможность привлечь больше частных инвестиций в экономику страны, но и побуждает инвесторов избегать отвлечения своего оборотного капитала из других видов деятельности на этот процесс.

В настоящее время на финансовом рынке нашей страны также реализуются ряд реформ, направленных на повышение инвестиционной привлекательности коммерческих банков и дальнейшее совершенствование

⁷⁸ Сформулировано автором на основе нормативно-правовых актов Республики Узбекистан о собственности и приватизации.

их деятельности. В рамках наших исследований по вопросу повышения инвестиционной привлекательности коммерческих банков была обоснована целесообразность предоставления возможности конвертации кредитных средств, привлечённых из международных финансовых институтов, в акции банков. Это, в свою очередь, позволяет обеспечить участие иностранных стратегических инвесторов в капитализации коммерческих банков. Данное предложение было использовано при разработке Постановления Президента Республики Узбекистан ПП-253 от 31 июля 2023 года «О дополнительных мерах по укреплению финансовой устойчивости и ускорению приватизации Акционерного коммерческого банка «O‘zsanoatqurilishbank»».

На сегодняшний день информация об акционерах одного из ведущих коммерческих банков нашей страны — АКБ «O‘zsanoatqurilishbank» — представлена в следующей таблице 13.

Таблица 13

**Информация об акционерах АКБ «O‘zsanoatqurilishbank»,
по состоянию на 1 января 2025 года⁷⁹**

№	Список акционеров	Млн сум	В процентах
1.	Фонд реконструкции и развития Республики Узбекистан	3 804 574,55	82,19
2.	Министерство экономики и финансов Республики Узбекистан	623 753,46	13,48
3.	АО «O‘ztransgaz»	56 051,93	1,211
4.	Прочие (юридические лица)	104 509, 62	2,258
5.	Физические лица	40 052,36	0,87
Всего		4 628 941,92	100

Из данных 13-й таблицы видно, что 99,13% уставного капитала АКБ «O‘zsanoatqurilishbank» принадлежит юридическим лицам, из которых 82,19% - Фонду реконструкции и развития Республики Узбекистан, а 13,48% - государственная доля, принадлежащая Министерству экономики и финансов. Согласно первоначальным планам, правительство нашей страны планировало в 2024 году продать контрольный пакет акций этого коммерческого банка стратегическому инвестору (инвесторам), однако по ряду причин сроки были немного отложены. Средства, привлеченные через кредитные линии Международной финансовой корпорации, Европейского банка реконструкции и развития и Азиатского банка развития, при приватизации АКБ «O‘zsanoatqurilishbank» будут конвертированы в акции банка. Это, в свою очередь, предоставит указанным международным финансовым институтам возможность стать акционерами АКБ «O‘zsanoatqurilishbank».

На основе изучения международного опыта, в наших выводах сформирована практическая рекомендация по обеспечению диверсификации инвестиций в местных РЦБ посредством новых финансовых инструментов. В частности, сформировано практическое предложение о предоставлении эмитентам, включённым в существующие категории листинга фондовой бирже «Stock market» возможность выпускать биржевые облигации со сроком обращения не более 1 года. Данное предложение было использовано при

⁷⁹ Сформулировано автором на основе данных <https://sqb.uz/uz/for-investors/key-facts-uz/>.

разработке «Порядка регистрации, размещения и обращения биржевых облигаций в акционерном обществе РФБ «Ташкент»», который был утверждён Наблюдательным советом Республиканской фондовой биржи «Ташкент» протоколом №6 от 12 мая 2023 года.



Рис.12. Различия в характеристиках обычных и биржевых облигаций ⁸⁰

Из наблюдений по рисунку 12 видно, что биржевые облигации, в отличие от обычных облигаций, прежде всего отличаются более удобным для эмитентов процессом регистрации и предоставляют им возможность привлекать капитал в короткие сроки. Это, в свою очередь, способствует повышению привлекательности национального фондового рынка за счет обеспечения диверсификации инвестиций.

Известно, что для развития деятельности фондового рынка и увеличения его роли в привлечении инвестиций в экономику страны существует несколько инструментов. Одним из таких инструментов, безусловно, является использование фискальной политики. Согласно результатам исследований, стало ясно, что в любой стране, будь то местный или иностранный инвестор, оптимизация мер по стимулированию и создание максимально равных возможностей для всех является целесообразной задачей. В связи с этим было предложено продлить срок применения ставки налога на прибыль в размере 5% к доходам в виде дивидендов по акциям для юридических лиц — нерезидентов Республики Узбекистан, аналогичной ставке, применяемой к резидентам страны. Данное предложение нашло отражение в Постановлении Президента Республики Узбекистан ПП-291 от 2 сентября 2023 года «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала».

На рисунке 13 ниже представлена информация о налоговых ставках, применяемых к доходам, полученным инвесторами по акциям.

⁸⁰ Составлено автором.

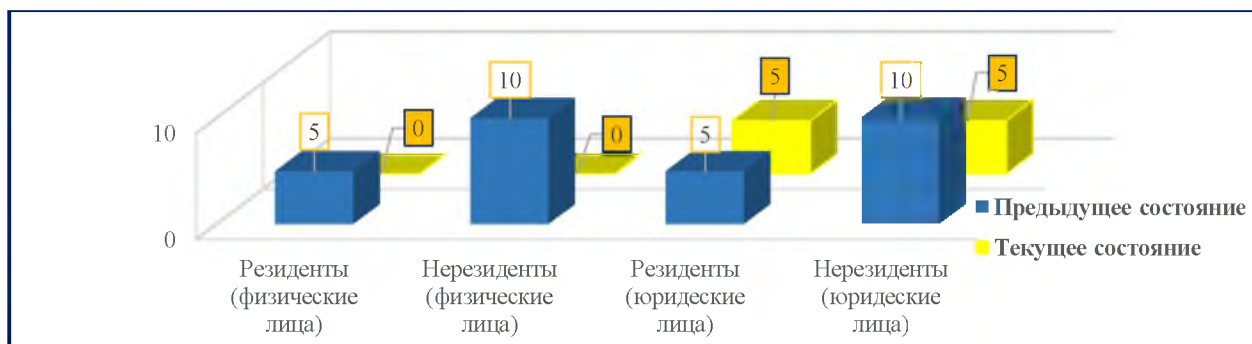


Рис.13. Ставки налога, применяемые к доходам в виде дивидендов, полученных по акциям в Узбекистане⁸¹

Из 13-й таблицы видно, что в настоящее время иностранные инвесторы уплачивают налоги со всех доходов в виде дивидендов по акциям на РЦБ нашей страны на тех же условиях, что и местные инвесторы.

Указом Президента Республики Узбекистан от 19 апреля 2024 года «О дополнительных мерах по сокращению участия государства в экономике» утвержден список акционерных обществ, проводящих первичное и/или вторичное публичное размещение акций на местном фондовом рынке. 26 апреля 2024 года в Указ Президента Республики Узбекистан от 17 января 2022 года «О дополнительных мерах по внедрению эффективных механизмов поддержки рынка капитала» были внесены изменения, согласно которым Государственная комиссия по координации процессов приватизации и приватизации государственных активов получила полномочия определять объём и сроки размещения первичных (IPO) и/или вторичных (SPO) публичных предложений акций, а также вносить изменения и дополнения в соответствующий список.

На рисунке 14 ниже мы приводим информацию о том, какие организации могут использовать эти полномочия.

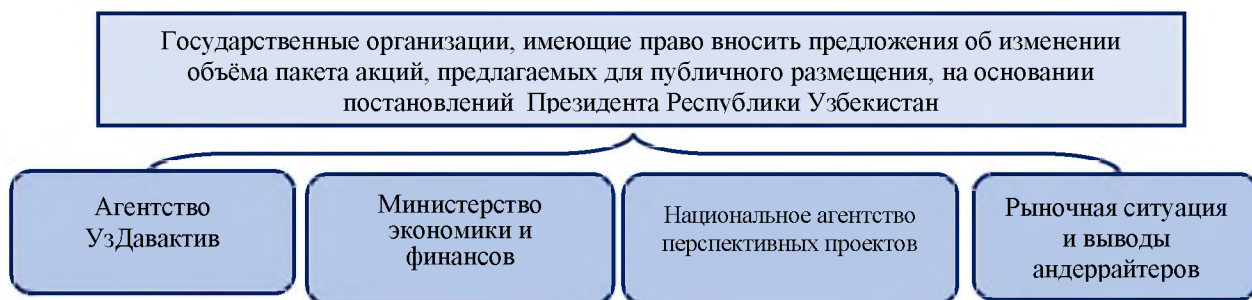


Рис.14. Организации, имеющие право вносить предложения об изменении размера приватизируемого государственного пакета акций⁸²

В соответствии с распоряжениями Президента Республики Узбекистан, при выставлении на публичные торги приватизируемых государственных пакетов акций принимаются предложения от трёх государственных организаций, включая анализ рыночной ситуации и заключения андеррайтеров.

Поэтому в процессе привлечения инвестиций через рынок ценных бумаг с

⁸¹ Сформулировано автором на основании законодательства Республики Узбекистан.

⁸² Сформулировано автором на основе нормативно-правовых актов Республики Узбекистан о собственности и приватизации.

использованием практики SPO было рекомендовано размещать не менее 4 процентов уставного капитала акционерных обществ. Данное предложение отражено в протоколе Государственной комиссии по приватизации и координации процессов приватизации №84 от 13 сентября 2024 года.

До вступления в силу постановления Президента Республики Узбекистан от 27 августа 2024 года «О создании Национального инвестиционного фонда Республики Узбекистан» пакет государственных акций Акционерного общества «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа» в размере 44,4% принадлежал Агентству по управлению государственными активами. Согласно постановлению Президента Республики Узбекистан ПП-303 от 27 августа 2024 года, после передачи 40% акций данного общества вновь создаваемому Акционерному обществу «Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан», 4,44% акций биржи были выставлены на вторичные публичные торги.

Учитывая планируемое принятие нового закона «О рынке капитала» в ближайшее время на рынке ценных бумаг Узбекистана планируется внедрение новых финансовых инструментов и ряда других нововведений:

1. Введение исламских ценных бумаг. В проекте нового закона Республики Узбекистан «О рынке капитала» планируется включить отдельную главу, посвящённую исламским ценным бумагам. В настоящее время проект закона находится на стадии согласования с соответствующими министерствами и ведомствами. В законе предусматривается механизм создания специальной исламской финансовой компании в качестве эмитента и получения заключений от специализированного совета в соответствии со стандартами исламского финансирования.

2. Расширение программы «Народное IPO». Это позволит частным инвесторам участвовать в управлении ведущими компаниями нашей страны, способствовать развитию фондового рынка и повышению его ликвидности.

3. Интеграция с международными торговыми площадками. В последние годы фондовая биржа Узбекистана активно стремится к международной интеграции и налаживанию связей с различными международными финансовыми институтами и биржами. Это даёт трейдерам из разных стран возможность напрямую торговать активами местных компаний, что повышает привлекательность рынка для иностранных инвесторов и улучшает его ликвидность. В ноябре 2024 года была завершена интеграция ИТ-инфраструктуры с платформой Bloomberg, осуществлённая Центром информационно-ресурсного обеспечения фондового рынка. Теперь данные о ценах акций и облигаций на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» доступны пользователям Bloomberg по всему миру.

4. Развитие рынка облигаций. В 2024 году рынок облигаций в Узбекистане вырос почти в восемь раз, что свидетельствует об увеличении интереса инвесторов к этому инструменту. В связи с этим в будущем будет уделяться особое внимание развитию рынка облигаций, в том числе выпуску валютных облигаций. Это создаст дополнительные возможности для финансирования корпоративных проектов и привлечения инвестиций в экономику страны. Разрешение на торговлю иностранными акциями и выпуск корпоративных облигаций в

иностранной валюте даст государственным и частным предприятиям возможность использовать международные инвестиции.

5. Оптимизация тарифной политики на Республиканской валютной бирже Узбекистана (РВБ). С 1 ноября 2024 года Центральный банк Республики Узбекистан внедрил новые тарифные планы по операциям с государственными ценными бумагами, включая сниженные комиссии за валютный обмен и гибкую систему тарифов для дилеров. Это направлено на стимулирование активности участников рынка и повышение ликвидности.

Эти меры свидетельствуют о стремлении к практическому развитию рынка ценных бумаг в Узбекистане. Однако для достижения конкретных результатов необходимо последовательно реализовывать принятые инициативы и постоянно контролировать их эффективность.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного нами исследования по повышению роли РЦБ в привлечении инвестиций в экономику были сделаны следующие выводы:

1. Проанализировав мнения и размышления ведущих отечественных и зарубежных экономистов, сформулировано следующее определение: «Рынок ценных бумаг - это особое экономическое пространство, созданное для осуществления различных операций с ценными бумагами между эмитентами и инвесторами, юридическими и физическими лицами».

2. В настоящее время эффективное функционирование национального фондового рынка крайне важно для обеспечения диверсификации экономики нашей страны за счёт привлечения инвестиций и, в свою очередь, для сокращения доли государства в экономике. В целом, с целью совершенствования деятельности национального рынка ценных бумаг Узбекистана и повышения его роли в экономике первоочередной задачей становится углубление международной интеграции — путём пересмотра существующих форматов сотрудничества и усиления взаимодействия с международными финансовыми институтами, развитыми зарубежными фондовыми биржами и другими международными организациями, регулирующими данную сферу.

3. Ускорение работ по унификации действующей нормативно-правовой базы в сфере национального рынка ценных бумаг является важной задачей. На сегодняшний день целесообразно оптимизировать законодательную базу страны в данной области с учётом внедрения зарубежного опыта и соответствующих рекомендаций.

4. В условиях, когда доля государства в экономике по-прежнему остаётся чрезмерно высокой, важно активизировать работу по привлечению иностранных инвесторов именно через рынок ценных бумаг, используя при этом существующие финансовые инструменты. В частности, приоритетное использование механизма SPO по сравнению с IPO способствует продаже определённой доли акционерного капитала инвестору, развитию вторичного рынка ценных бумаг, а также ускоренному привлечению портфельных инвестиций в экономику.

5. Стало очевидным, что целесообразно максимально продлить срок действия мер по стимулированию инвесторов разного статуса на национальном РЦБ Узбекистана посредством одинаковых монетарных и фискальных инструментов (налоговые ставки на доходы или прибыль в виде дивидендов или процентов по ценным бумагам). Поскольку именно в таком случае, благодаря созданию равных условий на фондовом рынке как для местных, так и для иностранных инвесторов, обеспечивается конкурентная среда и достигается повышение привлекательности рынка ценных бумаг.

6. В Узбекистане, несмотря на рост рыночной капитализации акций в свободном обращении в 2024 году по сравнению с 2020 годом, по сравнению с 2023 годом наблюдается снижение на 60 млн. долларов США. Также доля этого показателя в ВВП страны составила всего 0,30 процента, что указывает на необходимость сокращения доли государства на рынке ценных бумаг, внедрения новых финансовых инструментов, обеспечения диверсификации инвестиций и дальнейшей либерализации деятельности уполномоченного государственного органа по регулированию этой сферы.

7. Повышение роли РЦБ в привлечении инвестиций в экономику также предполагает важность вопросов приватизации государственного имущества. В частности, при продаже государственных пакетов акций создание благоприятных условий и предоставление инвесторам возможности осуществлять платежи в рассрочку было определено как фактор, способствующий повышению инвестиционной привлекательности национального РЦБ.

8. В настоящее время ни для кого не секрет, что коммерческие банки являются основными участниками национального фондового рынка. В связи с этим в нашей стране реализуется ряд мероприятий по трансформации и приватизации коммерческих банков, контрольный пакет акций которых принадлежит государству. В частности, для повышения инвестиционной привлекательности коммерческих банков важным и эффективным методом считается предоставление международным финансовым институтам возможности конвертации средств, выделяемых по их кредитным линиям, в акции банков.

9. В ходе наших исследований, основываясь на глубоком изучении международного опыта в сфере фондового рынка, было установлено, что акционерные общества на национальной фондовой бирже имеют возможность привлекать дополнительные инвестиции посредством эмиссии биржевых облигаций в случае возникновения потребности в источниках финансирования их инвестиционной деятельности и по данному направлению были сформулированы соответствующие рекомендации.

10. На сегодняшний день в нашей стране сбережения населения в основном направляются в такие инструменты, как недвижимость и банковские депозиты. Безусловно, граждане инвестируют в те финансовые инструменты, которые приносят им приемлемый доход, однако уровень доходности по некоторым ценным бумагам выше по сравнению с вышеуказанными средствами. В связи с этим стало очевидным, что целесообразно активизировать разработку программ, подобных «Народному IPO», а также усилить информационно-консультационную работу с населением.

**THE SCIENTIFIC COUNCIL DSc. 03/30.12.2019. I.17.01
AWARDING SCIENTIFIC DEGREES AT
TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

SHOMIROV AZIZBEK ABDURASHIDOVICH

**INCREASING THE ROLE OF THE SECURITIES MARKET IN
ATTRACTING INVESTMENT INTO THE ECONOMY**

08.00.07 – «Finance, money circulation and credit»

**ABSTRACT
of the dissertation of Doctor of Science in Economics**

Tashkent city – 2025 year

The theme of the doctoral dissertation (Doctor of Science) on economics was registered at the Supreme Attestation Commission under number B2024.1.DSc/Iqt650.

The dissertation has been accomplished at the Tashkent state university of economics.

The abstract of the dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (resume)) on the website of the Scientific Council (www.tsue.uz) and on the website of «Ziynet» informational and educational portal (www.ziynet.uz).

Scientific advisor: Omonov Akrom Abdinazarovich
Doctor of Economic Sciences, Professor

Official opponents: Khaydarov Nizomiddin Khamraevich
Doctor of economic science, Professor

Elmirzaev Samariddin Eshkuvatovich
Doctor of Economic Sciences, Professor

Khamidova Faridakhon Abdulkarim kizi
Doctor of Economic Sciences, Professor

Leading organization: Branch of Plekhanov Russian University of
Economics in Tashkent

The defence of the dissertation (DSc) will take place on 29 «08», 2025 at 14⁰⁰ at the meeting of Scientific Council DSc.03/30.12.2019.1.17.01 at Tashkent state university of economics. Address: 100000, Tashkent city, A. Temur street, build. 60A, Phone: (99871) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26, e-mail: ilmiykengash@tdiu.uz.

The doctoral dissertation (PhD) can be reviewed at the Information Resource Center of Tashkent state university of economics (registered under the number 1719). Address: 100000, Tashkent city, A. Temur street, build. 60A, Phone: (99871) 234-53-34; fax: (99871) 234-46-26, e-mail: kutubxona@tdiu.uz.

The abstract of the dissertation was sent out on «14» 08 2025.
(mailing report № 50 on «14» 08 2025).



T.Z. Teshabaev
T.Z. Teshabaev
Chairman of the Scientific council
for awarding scientific degrees,
Doctor of Economic Sciences,
Professor

J.Kh. Ataniyazov
J.Kh. Ataniyazov
Acting scientific secretary of the
scientific council for awarding
scientific degrees, Doctor of
Economic Sciences, Professor

I.N. Kuziev
I.N. Kuziev
Chairman of the scientific seminar
under the scientific council for
awarding scientific degrees, Doctor
of Economic Sciences, Professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Doctor of Science (DSc) on Economics)

The aim of the research work is to develop scientific proposals and practical recommendations to increase the role of the securities market in attracting investment into the economy.

The tasks of the research work are as follows:

study of theoretical and methodological foundations of the securities market: theoretical views and approaches, the importance and necessity of the securities market in attracting investments to the economy, and its progressive development;

to highlight the segmentation and functions of the securities market in attracting investments to the economy;

to highlight the specific features of world practice in regulating and controlling the securities market, the organizational and legal framework for attracting investments to the economy of Uzbekistan through the securities market;

to classify and describe the factors influencing the activities of the securities market in Uzbekistan;

to analyze foreign and Uzbek practices of attracting investments through the securities market, to assess the factors influencing the attraction of foreign investments to the economy through the SM;

to identify the problems of developing the activities of the securities market in our country and ways to eliminate them;

to study issues of improving the functioning of the securities market of Uzbekistan based on international experience;

to develop recommendations on the prospects for attracting investments into the economy of Uzbekistan through the securities market.

The object of the study is the activity of the national securities market of Uzbekistan.

The subject of the study is the system of financial relations associated with increasing the role of the securities market in attracting investments into the economy.

The scientific novelty of the research work, consisting of the following:

it is proposed to provide an opportunity to make payments in installments over a period of up to 3 years if the contractual amount paid by investors for privatized state property, including state share packages, exceeds 20 thousand times the BCV established on the date of sale;

in order to increase the investment attractiveness of commercial banks, it is proposed to ensure the participation of foreign strategic investors in the capitalization of banks based on the conversion of loan funds attracted from international financial institutions into bank shares;

in order to ensure diversification of investments in the local securities market through new financial instruments, it is proposed to provide issuers included in the existing listing categories of the stock exchange "Stock market" with the opportunity to issue exchange bonds with a term of no more than 1 year;

it is proposed to extend the period of application of the 5 percent profit tax rate to income of non-resident legal entities of the Republic of Uzbekistan in the form of

dividends accrued on shares, as well as to legal entities that are residents of the Republic of Uzbekistan;

In the process of using the SPO practice to attract investments through the securities market, it is proposed to place a share package of at least 4 percent of the authorized capital of joint-stock companies.

Implementation of research results. Based on the proposals and recommendations developed as a result of research on increasing the role of the securities market in attracting investments into the economy:

The proposal to provide an opportunity to make payments in installments for up to 3 years in the event that the contract amount paid by investors for privatized state property, including state share packages, exceeds 20 thousand times the BCV established on the date of sale is reflected in Clause 3 of Article 31 of the Law of the Republic of Uzbekistan No. O'RQ-907 dated February 14, 2024 "On Privatization of State Property" (Reference of the State Assets Management Agency dated March 11, 2025 No. 03/08-1-12/1048). As a result, during 2024, 103 state properties worth more than 20 thousand BCV were put up for public sale through the "E-auction" electronic trading platform and 13 state share packages were put up for public sale on the "Tashkent" Republican Stock Exchange;

In order to increase the investment attractiveness of commercial banks, the proposal to ensure the participation of foreign strategic investors in the capitalization of banks based on the conversion of loan funds attracted from international financial institutions into bank shares was used in the development of the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated July 31, 2023 No. PQ-253 "On additional measures to strengthen the financial stability of the Joint-Stock Commercial Bank "Uzsanoatqurilishbank" and accelerate its privatization" (Reference of the Ministry of Investments, Industry and Trade of the Republic of Uzbekistan dated April 18, 2025 No. 04-72-2-00417). As a result, by the end of 2023, an agreement was signed by the Joint-Stock Commercial Bank "Uzsanoatqurilishbank" with the Asian Development Bank on the attraction of a credit line in the amount of 50 million US dollars, convertible into ordinary shares of the bank;

In order to ensure diversification of investments through new financial instruments in the local securities market, the proposal of the stock exchange "Stock market" to provide issuers included in the existing listing categories of the stock market with the opportunity to issue exchange bonds with a term of no more than 1 year was used in the development of the "Procedure for registration, placement and circulation of exchange bonds at the "Tashkent" Republican Stock Exchange Joint Stock Company", approved by the Protocol No. 6 of the Supervisory Board of the "Tashkent" Republican Stock Exchange dated May 12, 2023 (Reference of the Ministry of Investments, Industry and Trade of the Republic of Uzbekistan dated April 18, 2025 No. 04-72-2-00417). As a result, by the beginning of 2025, the Tashkent RBC had the opportunity to attract investments in a short period of time, by issuing 65 issuer exchange bonds included in the "Premium", "Standard" and "Transit" listing categories of the "Stock Market" stock market, in a simplified manner, only through stock exchange listing;

The proposal to extend the period of application of the 5 percent profit tax rate to income of non-resident legal entities of the Republic of Uzbekistan in the form of

dividends accrued on shares, as well as to legal entities that are residents of the Republic of Uzbekistan, was reflected in the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan No. PQ-291 dated September 2, 2023 “On additional measures for the development of the capital market” (Reference of the Ministry of Investments, Industry and Trade of the Republic of Uzbekistan No. 04-72-2-00417 dated April 18, 2025). As a result, by December 31, 2028, the creation of equal conditions and benefits for foreign investors in the securities market of Uzbekistan with the status of legal entities with investors in the category of local legal entities and the increase in the investment attractiveness of the country's stock market were achieved, and according to the results of 2024, 171 legal entities that are non-residents of the Republic of Uzbekistan paid tax on their income in the form of dividends accrued on shares at a rate of 5 percent, saving 751.8 billion soums at their disposal;

The proposal to place a share package of not less than 4 percent of the authorized capital of joint-stock companies in the process of using the SPO practice in attracting investments through the securities market was reflected in the statement of the State Commission for the Privatization of State Assets and Coordination of Privatization Processes No. 84 dated September 13, 2024 (Reference of the State Assets Management Agency No. 03/08-1-12/1048 dated March 11, 2025). As a result, within the framework of the "Public IPO" program, a state share package equal to 4.44 percent in the authorized capital of the "Uzbekistan Republican Commodity and Raw Materials Exchange" JSC was placed on the local stock exchange for secondary public placement (SPO) for privatization and the attraction of investments in the amount of 42.9 billion soums.

Approbation of research results. The results of this dissertation research work were discussed at 11 international and 10 republican scientific conferences.

Publication of research results. A total of 35 scientific works on the topic of the dissertation work, including 1 monograph, 13 scientific articles in journals recognized by the Higher Attestation Commission, in particular 3 scientific articles in prestigious foreign journals, as well as 21 reports and abstracts at international and republican scientific and practical conferences, were published.

Structure and volume of the dissertation. This research work consists of an introduction, four chapters, a conclusion, a list of used literature, and appendices. The volume of the dissertation is 248 pages.

E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I bo'lim (I част; Part I)

1. Shomirov A.A. Iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishda qimmatli qog'ozlar bozori rolini oshirish. Monografiya. - T.: "PUBLISHING HIGH FUTURE" OK nashriyoti, 2025. – 273 b.

2. Shomirov A.A. Analysis of the Current State of Development of the Securities Market in Uzbekistan. // American Journal of Business Management, Economics and Banking. ISSN (E): 2832-8078 Volume 33, February – 2025. – Pp. 36-41. (08.00.00. №23; SJIF 2024-6.796).

3. Shomirov A.A. Some Issues of Valuation of Shares in the Management of Financial Resources of Joint Stock Companies. // International Journal for Innovative Engineering and Management Research. ISSN 2456 – 5083. Vol 10 Issue 10, Oct 2021. – Pp. 53-60. (08.00.00. №23; SJIF 2022-5.134).

4. Shomirov A.A. Daromadi belgilangan xalqaro qarz qimmatli qog'ozlarini joylashtirish orqali investitsiyalar jalb qilish masalalari. // "Raqamli iqtisodiyot" ilmiy-elektron jurnali, №11, 2025-yil. – B. 141-150 (08.00.00).

5. Шомиров А.А. Тенденции развития международного рынка ценных бумаг в современной нестабильной ситуации. // "Агроиктисодиёт" илмий-амалий агроиктисодий журнал, №2, 2024-йил. – Б. 21-24 (08.00.00; №15).

6. Shomirov A.A. Iqtisodiy inqirozlarning qimmatli qog'ozlar bozoridagi investitsion faollikka ta'siri va ularni bartaraf qilish yo'llari. // "Moliya va bank ishi" elektron ilmiy jurnali, №3, 2024-yil. – B. 141-150 (08.00.00; №17).

7. Shomirov A.A. Qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishda aktivlarni sekyuritizatsiyalash instrumentidan foydalanish istiqbollari. // "Moliyaviy texnologiyalar" ilmiy-elektron jurnali, №2, 2024-yil. – B. 253-266 (08.00.00).

8. Shomirov A.A. Kompaniyalar bozor kapitalizatsiyasi: dolzarbligi, hisoblash usullari va investorlar faolligini oshirishdagi ahamiyati. // "Iqtisodiyot va ta'lim" ilmiy-elektron jurnali, №2, 2024-yil. – B. 132-139 (08.00.00).

9. Shomirov A.A. Qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha xorijiy mamlakatlar tajribasi. // "Moliya" jurnali, №1, 2024-yil, – B. 167-177 (08.00.00; №12).

10. Shomirov A.A. Qimmatli qog'ozlar bozori segmentatsiyasi va uning investitsiyaviy jozibadorlikni oshirishdagi ahamiyati. // "Agroiqtisodiyot" ilmiy-amaliy agroiqtisodiy jurnal, №4, 2023-yil. – B. 106-110 (08.00.00; №15).

11. Шомиров А.А. Тенденции развития рынка ценных бумаг в странах Центральной Азии. // "Молиявий технологиялар" илмий-электрон журналы, №3, 2023-йил. – Б. 256-267 (08.00.00).

12. Shomirov A.A. Kapital bozorini ekstensiv rivojlantirish istiqbollari. // "Xalqaro moliya va hisob" ilmiy-elektron jurnali. №1-son. 2022-yil. – B. 1-9. (08.00.00; № 19).

13. Shomirov A.A. Aksiyadorlik jamiyatlariga investitsiyalarni jalb qilishda IPO mexanizmining o'рни: zaruriyati va istiqbollari. // "Xalqaro moliya va hisob" ilmiy-elektron jurnali. №1-son. 2021-yil. – B. 15-22. (08.00.00; № 19).

14. Shomirov A.A. Рынок ценных бумаг как объект инвестиционной деятельности. // “Jamiyatni ijtimoiy-iqtisodiy transformatsiyalash sharoitida bozor va mulkiy munosabatlarni rivojlantirish” Xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to‘plami. –T.: UzSama tadqiqotlar markazi., 2024. – B. 268-271.

15. Shomirov A.A. Yevroobligatsiyalar emissiyasi: ahamiyati, afzalliklari hamda kamchiliklari. // “Jamiyatni ijtimoiy-iqtisodiy transformatsiyalash sharoitida bozor va mulkiy munosabatlarni rivojlantirish” Xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to‘plami. –T.: UzSama tadqiqotlar markazi., 2024. – B. 271-274.

16. Shomirov A.A. An’anaviy hamda islom moliyaviy instrumentlari orqali investitsiyalar jalb qilish masalalari: xususiyatlari va farqli jihatlari. // “Iqtisodiyotni raqamlashtirish sharoitida soliq-byudjet siyosatini amalga oshirishning ustuvor yo‘nalishlari” Respublika ilmiy-amaliy anjuman materiallari to‘plami. –T.: TDIU, 2024. – B. 402-404.

17. Shomirov A.A. Qimmatli qog‘ozlar bozorida repo instrumentidan foydalanish istiqbollari. // “Barqaror iqtisodiy o‘shishni ta’minlashning konseptual jihatlari” Respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to‘plami. –T.: TDIU, 2024. – B. 110-112.

II bo‘lim (II част; Part II)

18. Shomirov A.A. Capital Market Development Practice in the Republic of Uzbekistan. // Texas Journal of Multidisciplinary Studies ISSN NO: 2770-0003 Volume 15, 12. 2022. – Pp. 43-47. (08.00.00. №23; SJIF 2022-5.909).

19. Shomirov A.A. Problems of using derivatives and ways to solve them. // “Innovatsion iqtisodiyot sharoitida iqtisodiyot tarmoqlarini moliyaviy-iqtisodiy qo‘llab-quvvatlashning moliyaviy mexanizmlari” xalqaro ilmiy-amaliy anjuman materiallari to‘plami. –T.: SAMIsi, 2024. – B. 357-359.

20. Shomirov A.A. Green Bonds (yashil obligatsiyalar) emissiyasi orqali investitsiyalar jalb qilish zaruriyati. // “Yashil iqtisodiyot sari: nazariy va amaliy yondashuvlar tahlili” mavzusidagi xalqaro ilmiy-amaliy anjuman materiallari. –T.: TDIU, 2024. – B. 30-30.

21. Shomirov A.A. Aksiyalarni ikkilamchi ommaviy joylashtirish (SPO) orqali investitsiya jalb qilish masalalari. // “Innovatsion iqtisodiyot sharoitida iqtisodiyot tarmoqlarini moliyaviy-iqtisodiy qo‘llab-quvvatlashning moliyaviy mexanizmlari” xalqaro ilmiy-amaliy anjuman Materiallari to‘plami. –T.: SAMIsi, 2024. – B. 325-327.

22. Shomirov A.A. Some aspects of attracting investments through the issue of green bonds. // “Moliya tizimini rivojlantirishning zamonaviy tendensiyalari va istiqbollari” xalqaro ilmiy-amaliy anjuman materiallari, –T.: TDIU, 2024. – B. 252–255.

23. Shomirov A.A. Features of Stock Market Instruments. // “Yashil iqtisodiyot sari: nazariy va amaliy yondashuvlar tahlili” mavzusidagi xalqaro ilmiy-amaliy anjuman materiallari. –T.: TDIU, 2024. – B. 30-32.

24. Shomirov A.A. Investitsiyalarni moliyalashtirishda qimmatli qog‘ozlar bozorining ahamiyati: obyektiv zarurligi va funksiyalari. // “O‘zbekistonda hayot

sugʻurtasining salohiyatini oshirish va rivojlantirish yoʻnalishlari” Xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya materiallari toʻplami, –T.: TMI, 2023. – B. 462–464.

25. Shomirov A.A. Qimmatli qogʻozlar qiymati turlarining tasniflanishi va baholanish maqsadlari. // “Raqamli iqtisodiyot sharoitida buxgalteriya hisobi, tahlil va auditni rivojlantirishning dolzarb masalalari” mavzusidagi xalqaro ilmiy-amaliy anjuman materiallari, –T.: TMI, 2023. – B. 611–613.

26. Shomirov A.A. Derivatlar (hosilaviy qimmatli qogʻozlar) savdosi tashkil etilishining ayrim aspektlari. // “Barqaror iqtisodiy oʻsishni taʼminlashning konseptual jihatlari” Respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari toʻplami. –T.: TDIU, 2024. – B. 113-116.

27. Shomirov A.A. Offshor hududlar moliya bozorlarini tartibga solishning ayrim masalalari. // “Byudjet xarajatlari samaradorligini oshirish va davlat moliyaviy nazorati faoliyatini takomillashtirish” mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari, –T.: TDIU, 2024. – B. 382–383.

28. Shomirov A.A. Российский опыт регулирования рынка ценных бумаг. // “Byudjet xarajatlari samaradorligini oshirish va davlat moliyaviy nazorati faoliyatini takomillashtirish” mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari, –T.: TDIU, 2024. – B. 371–372.

29. Shomirov A.A. Qimmatli qogʻozlar turlari xususiyatlarining taqqoslama tahlili. // “Byudjet xarajatlari samaradorligini oshirish va davlat moliyaviy nazorati faoliyatini takomillashtirish” mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari, –T.: TDIU, 2024. – B. 373–374.

30. Shomirov A.A. Fond indekslarining zaruriyati hamda hisoblanish metodlari. // “Iqtisodiyotni raqamlashtirish sharoitida soliq-byudjet siyosatini amalga oshirishning ustuvor yoʻnalishlari” Respublika ilmiy-amaliy anjuman materiallari toʻplami. –T.: TDIU, 2024. – B. 574-575.

31. Shomirov A.A. Fyuchers va forvard shartnomalarining farqlari. // “Mamlakatda investitsiya muhitini yanada yaxshilash va uning jozibadorligini oshirish” mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari toʻplami, –T.: TMI, 2023. – B. 282–285.

32. Shomirov A.A. Преимущества и риски инвестирования в фондовый рынок. // “Mamlakatda investitsiya muhitini yanada yaxshilash va uning jozibadorligini oshirish” mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari toʻplami, –T.: TMI, 2023. – B. 252–255.

33. Shomirov A.A. Сущность государственной инвестиционной политики и этапы реализации. // “Zamonaviy biznesni boshqarish, iqtisodiyot, innovatsion texnologiyalar va ijtimoiy fanlarni rivojlantirish: nazariya va amaliyot uygʻunligi” mavzusidagi oliy oʻquv yurtlararo xalqaro konferensiya materiallari toʻplami, –T.: TMI, 2021. – B. 631–633.

34. Shomirov A.A. Qimmatli qogʻozlarning birjadagi listingi nima? // «Raqamli iqtisodiyot sharoitida investitsiya faoliyatini rivojlantirishning dolzarb masalalari» mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiyasining materiallari tuplami, –T.: TMI, 2021. – B. 436–439.

35. Shomirov A.A. Analysis of the Practice of Placing Shares of Joint Stock Companies on Stock Exchanges Through IPOs. // “Science Problem and Solution” December 10, 2020. Germany. TURECEN.COM

Avtoreferat “Public Publish Printing” nashriyotida
tahrirdan o‘tkazildi.

Bosishga ruxsat etildi: __. __. 2025-yil
Bichimi 60x84 $\frac{1}{16}$, “Times New Roman”
garniturada raqamli bosma usulida bosildi.
Shartli bosma tabog‘i 5,2. Adadi: 100. Buyurtma: № 61.

«Public Publish Printing» MChJ
bosmaxonasida chop etildi.
Toshkent, M.Ulug‘bek tum., Moylisoy, 22.