

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ПРЕЗИДЕНТИ ҲУЗУРИДАГИ
ДАВЛАТ БОШҚАРУВИ АКАДЕМИЯСИ ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ
ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ DSc.20/13.05.2020.I.23.01 РАҚАМЛИ
ИЛМИЙ КЕНГАШ**

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ПРЕЗИДЕНТИ ҲУЗУРИДАГИ
ДАВЛАТ БОШҚАРУВИ АКАДЕМИЯСИ**

МАМАТОВ БАХРОМЖОН ШАВКАТ ЎҒЛИ

**ЎЗБЕКИСТОНДА ДАВЛАТ МУЛКИНИ ХУСУСИЙЛАШТИРИШ
ЖАРАЁНИГА ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИТОРЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШНИ
КЕНГАЙТИРИШ**

08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит»

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

Тошкент – 2021

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

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

**Content of dissertation Abstract of the doctor of philosophy (PhD)
in economic sciences**

Маматов Бахромжон Шавкат ўғли

Ўзбекистонда давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига
хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтириш..... 3

Маматов Бахромжон Шавкат угли

Расширение привлечения иностранных инвесторов в процесс
приватизации государственной собственности в Узбекистане..... 25

Mamatov Bakhromjon Shavkat ugli

Expanding the attraction of foreign investors in the process of
privatization of state property in Uzbekistan..... 47

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ
List of published works..... 51

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ПРЕЗИДЕНТИ ҲУЗУРИДАГИ
ДАВЛАТ БОШҚАРУВИ АКАДЕМИЯСИ ҲУЗУРИДАГИ
ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ DSc.20/13.05.2020.I.23.01 РАҚАМЛИ
ИЛМИЙ КЕНГАШ**

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ПРЕЗИДЕНТИ ҲУЗУРИДАГИ
ДАВЛАТ БОШҚАРУВИ АКАДЕМИЯСИ**

МАМАТОВ БАХРОМЖОН ШАВКАТ ЎҒЛИ

**ЎЗБЕКИСТОНДА ДАВЛАТ МУЛКИНИ ХУСУСИЙЛАШТИРИШ
ЖАРАЁНИГА ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИТОРЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШНИ
КЕНГАЙТИРИШ**

08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит»

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

Тошкент – 2021

Фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2020.4.PhD/Iqt581 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Давлат бошқаруви академиясида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифасида (www.dba.uz) ва «Ziynet» Ахборот-таълим порталида (www.ziynet.uz) жойлаштирилган.

Илмий раҳбар: **Хамидулин Михаил Борисович**
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар: **Хайдаров Низамиддин Хамраевич**
иктисодиёт фанлари доктори, профессор
Хошимов Элмурод Абдусатторович
иктисодиёт фанлари номзоди, доцент

Етакчи ташкилот: **Тошкент давлат иқтисодиёт университети**

Диссертация ҳимояси Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Давлат бошқаруви академияси ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.20/13.05.2020.I.23.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2021 йил «___» _____ соат _____ даги мажлисида бўлиб ўтади (Манзил:100066, Тошкент шаҳри, И.Каримов кўчаси, 45-уй. Тел.: (99871) 232-60-47; факс: (99871) 239-17-83; e-mail: info@dba.uz)

Диссертация билан Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Давлат бошқаруви академиясининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (___ рақами билан рўйхатга олинган). (Манзил:100066, Тошкент шаҳри, Ислон Каримов кўчаси, 45. Тел.: (99871) 232-60-47).факс: (99871) 239-17-83; e-mail: info@dba.uz)

Диссертация автореферати 2021 йил «___» _____ куни тарқатилди.

(2021 йил «___» _____ даги _____ рақамли реестр баённомаси).

Ш.А. Тошматов

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

А.Х. Исламқулов

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш котиби, иқтисодиёт фанлари доктори, доцент

Д.Н. Рахимова

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш ҳузуридаги илмий семинар раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Жаҳонда давлат корхоналарини хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилиш орқали иқтисодда таркибий ўзгаришларга эришиш юзасидан қатор чоратадбирлар амалга оширилмоқда. Ишлаб чиқаришни замонавий талаблар асосида ташкил этиш, давлат иштирокидаги корхоналарни трансформация қилишда хорижий инвесторларнинг кенг иштирокини таъминлаш, давлат улушининг қисқариши баробарида, хусусий мулкдорлар улушининг ўсишига эришилмоқда. Хусусан, халқаро майдонда фонд биржаси листингидан ўтган компаниялардаги мулкдорлар улушининг таҳлили кўрсатишича, «Австралияда давлат улуши-4%, хорижий инвесторлар улуши-31%, мазкур пропорция Японияда-5/30, Нидерландияда-1/41 улушни ташкил этган»¹.

Жаҳонда давлат корхоналарининг хорижий инвесторлар учун жозибadorлигини оширишда корпоратив бошқарувнинг замонавий стандартларини татбиқ қилиш, хусусийлаштирилаётган давлат корхоналари томонидан депозитар тилхатлар эмиссия қилиш ва жаҳон фонд биржаларига жойлаштириш орқали хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтириш, давлат корхоналарининг акцияларини сотиш нархини белгилашда йирик харидорларга чегирмалар тақдим этиш, хорижий инвестицион банклар ва фондларни потенциал инвесторлар сифатида давлат корхоналарини хусусийлаштириш жараёнига жалб қилишда инвестициявий тизерлардан фойдаланиш борасида кўплаб илмий тадқиқотлар амалга оширилмоқда.

Ўзбекистонда 2017-2021 йилларга мўлжалланган Ҳаракатлар стратегиясида «давлат мулкани хусусийлаштиришни янада кенгайтириш, хўжалик юритувчи субъектларнинг устав жамғармаларида давлат иштирокини камайтириш, мамлакат иқтисодиёти тармоқлари ва ҳудудларига хорижий, тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни фаол жалб қилиш»² вазифалари белгилаб берилган. Ушбу вазифанинг бажарилиши давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнларига хорижий инвесторларни жалб қилиш амалиётини ривожлантириш масалаларинг ҳозирги кундаги долзарб муаммоларидан бирига айлантормоқда.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 27 октябрдаги ПФ-6096-сон «Давлат иштирокидаги корхоналарни ислоҳ қилишни жадаллаштириш ҳамда давлат активларини хусусийлаштиришга оид чоратадбирлар тўғрисида»ги, 2018 йил 11 октябрдаги ПФ-5552-сон «Давлат мулки объектларини ва ер участкаларига бўлган ҳуқуқларни тадбиркорлик субъектларига сотиш тартибини соддалаштириш бўйича қўшимча чоратадбирлар тўғрисида»ги, 2019 йил 19 февралдаги ПФ-5666-сон «Давлат мулки объектларидан самарали фойдаланиш бўйича қўшимча чора-

¹De La Cruz, A., Medina, A., & Tang, Y. (2019). Owners of the World has Listed Companies, *OECD Capital Market Series*, Paris. <https://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies>.

²Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги фармони. Ўзбекистон Республикаси конун ҳужжатлари тўплами, 11.12.2019 й., 06/19/5892/4134-сон.

тадбирлар тўғрисида»ги фармонлари, 2019 йил 3 апрелдаги ПҚ-4265-сон «Кимё саноатини янада ислоҳ қилиш ва унинг инвестициявий жозибadorлигини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарорлари, шунингдек, мазкур соҳага тегишли бошқа меъерий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

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

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишга оид тадқиқотлар хорижлик олимлар Л.Абалкин, Р.Бердиев, А.Элмурзаев, А.Городецкий, Р.Нуреев, Э.Савас, Э.Склар, Ҳ.Сото, В.Тамбовцев, У.Шарп, Ю.Швирков, А.Шулус, Л.Якобсонлар томонидан амалга оширилган³.

Маҳаллий олимлардан Ш.Ахмаджанов, И.Бутиков, Д.Рустамова, А.Собиров, А.Хақимов, М.Хамидулин, В.Чжен, Қ.Юлдошев, Н.Хайдаров, Э.Хошимов, Д.Ғозибекларнинг илмий ишларида давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишнинг устувор йўналишлари бевосита ва билвосита тадқиқ қилинган⁴.

³Абалкин, Л.И. (2007). Стратегический ответ России на вызовы нового века; Бердиев Р.Б. Роль приватизации в привлечении иностранных инвестиций: на материалах Республики Таджикистан. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Душанбе, 2006. – 26 с.; Элмурзаев А.Э. Приватизация в России и за рубежом: сравнительный анализ. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Москва, 2006. – 28 с.; Городецкий, А.Е. (2017). Некоторые аспекты экономической теории государства. В серии «Научные доклады Института экономики РАН». – М.: Институт экономики РАН; Нуреев, Р.М. (2005). Теория общественного выбора. – М.: ГУ-ВШЭ, 6; Savas, E.S. (1987). Privatization: the key to better government (Chatham House: Chatham, NJ); Sclar, E. (2001). You do not always get what you pay for: The economics of privatization. Cornell University Press; De Soto, H. (2000). The mystery of capital: Why capitalism triumphs in the West and fails everywhere else. Civitas Books; Тамбовцев, В.Л. (1997). Государство и переходная экономика: пределы управляемости; Sharpe W. Investment. Prentice Hall, 1995. – P.1058; Швырков Ю.М. (2007). Государственное индикативное планирование: теория, история, современная практика; Shulus, A.A. (1995). Constructing a New Political Process: The Hegemonic Presidency and the Legislature, 28 J. Marshall L. Rev. 787 (1995). The John Marshall Law Review, 28(4), 3; Якобсон Л.И. Основы теории государственных финансов: учебник для вузов. – М.: Аспект Пресс, 1996.

⁴Ахмаджанов Ш.Х. Хусусий секторни самарали молиялаштириш масалалари. Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2007. – 24 б.; Бутиков И.А. Приватизация и формирование многоукладной экономики в Узбекистане. Доклад на международной конференции «Социально-экономическая трансформация в странах СНГ: достижения и проблемы», – Москва, 2004 –176 с.; Рустамова Д.Д. Иқтисодий эркинлаштириш шароитида хорижий инвестицияларни жалб этишнинг назарий асослари ва устувор йўналишлари. Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2007. – 24 б.; Собиров А.А. Ўзбекистон Республикаси иқтисодий инвестициялар жалб этишни давлат томонидан тартибга солиш механизмларини такомиллаштириш (хусусийлаштирилаётган корхоналар маълумотлари асосида). Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2007. – 24 б.; Хақимов А.Ф. Хусусийлаштирилаётган мулкнинг бозор қийматини баҳолаш усулларини такомиллаштириш (Ўзбекистон Республикасининг хусусийлаштирилаётган корхоналар мисолида). Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. Тошкент 2005. – 25 б.; Хамидулин М. Б. (2016). Проблемы и перспективы привлечения иностранных инвестиций в корпоративный сектор Узбекистана. Теория и практика современной науки, (3), 533-539; Чжен В.А. Рыночная

Ушбу мавзу доирасида амалга оширилган илмий тадқиқот ишлари ва олиб борилган илмий изланишларга қарамасдан, айнан давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтириш масалалари комплекс ва тизимли тарзда тўлиқ ўрганилмаган. Мазкур ҳолат диссертация ишида тадқиқ этилган илмий-амалий муаммолар ва уларни бартараф этиш юзасидан ишлаб чиқилган таклиф ва тавсияларнинг долзарблик даражасини белгилаб беради.

Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги. Мазкур диссертация тадқиқоти Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Давлат бошқаруви академиясининг илмий-тадқиқот ишлари режаси билан боғлиқ ҳолда бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтиришга қаратилган илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари қуйидагилардан иборат:

давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишнинг назарий-ҳуқуқий асосларини тавсифлаш;

хорижий инвестицияларнинг иқтисодий моҳияти ва инвесторларга яратилган имтиёзлар хусусиятларини танқидий таҳлил қилган ҳолда уларга баҳо бериш;

давлат мулкани хусусийлаштиришнинг институционал асослари ва тенденцияларини баҳолаган ҳолда, келгусидаги йўналишларни тадқиқ қилиш;

давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишнинг амалдаги механизмини баҳолаш, мавжуд муаммоларни тизимлаштириш;

давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишнинг илғор тажрибаси асосида Ўзбекистондаги мавжуд механизмни такомиллаштириш бўйича муаллифлик ёндашувларини баён этиш;

халқаро капитал бозорларидан хусусийлаштирилаётган корхоналарга хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг объекти сифатида давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилиш механизми танланган.

Тадқиқотнинг предмети давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнида хорижий инвесторлар жалб қилишни кенгайтиришда юзага келадиган молиявий муносабатлар мажмуи ҳисобланади.

инфраструктура Ўзбекистана. – Ташкент, 1996. – 73с.; Юлдошев Қ.М. Ўзбекистон Республикасида хусусий сектор тараққиётининг молиявий муаммолари ва уларни ҳал этиш йўналишлари. Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Наманган, 2010.– 25 б; Ҳайдаров Н.Х. Иқтисодиётни эркинлаштириш шароитида корхоналар инвестицион фаолиятидаги молия-солиқ муносабатларини такомиллаштириш масалалари (хорижий инвестицияли корхоналар мисолида). Иқтисод фанлари доктори илмий даражасини олиш учун докторлик диссертацияси автореферати. – 24 б.; Ғозибеков Д.Ғ. Ўзбекистон иқтисодиётига хорижий инвестицияларни жалб қилиш. Рисола Тошкент, «ИҚТИСОД-МОЛИЯ» нашриёти, 2007. – 92б.

Тадқиқотнинг усуллари. Диссертацион тадқиқот жараёнида тўпланган статистик маълумотларни гуруҳлаш, таққослаш, қайта ишлаш, анализ ва синтез, қиёсий таҳлил қилиш, иқтисодий-математик ва корреляцион-регрессион усуллардан фойдаланилган

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

хорижий инвестицион банклар ва фондлар билан инвестициявий ҳамкорликни ривожлантиришда инвестициявий солиқ кредитларини тақдим этиш орқали хорижий инвесторларни хусусийлаштириш жараёнига жалб қилиш зарурлиги илмий асосланган;

хусусийлаштирилаётган давлат корхоналарига хорижий инвесторларни жалб қилишда депозитар тилхатлар эмиссия қилиш ва жаҳон фонд биржаларига жойлаштириш мақсадга мувофиқлиги илмий асосланган;

хорижий инвесторларни хусусийлаштиришга кенг жалб қилишни кенгайтириш мақсадида, хўжалик субъектлари кузатув кенгашлари таркибини шакллантиришда «хедхантер» тизимидан фойдаланиш зарурлиги илмий асосланган;

хорижий инвестицион банклар ва фондларни потенциал инвесторлар сифатида давлат корхоналарини хусусийлаштириш жараёнига жалб қилишда инвестициявий тизерлардан фойдаланиш хорижий инвесторларни жалб қилишга хизмат қилиши исботланган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

хорижий инвесторларни хусусийлаштириш жараёнига жалб қилишда хорижий инвестицион банклар ва фондларга инвестициявий солиқ кредитларини тақдим этиш зарурлиги таклиф этилган;

хусусийлаштирилаётган давлат корхоналари томонидан депозитар тилхатлар эмиссия қилиш ва жаҳон фонд биржаларига жойлаштириш хорижий инвесторларни жалб қилишни омили сифатида илмий асосланган;

хўжалик субъектлари кузатув кенгашлари таркибини шакллантиришда «хедхантер» тизимидан фойдаланиш орқали хорижий инвесторларни хусусийлаштириш жараёнига кенг жалб қилишнинг мақбуллиги исботланган;

давлат мулкани хусусийлаштиришга инвесторларни жалб қилишда хўжалик субъектлари молиявий натижаларининг муҳим таҳлилий кўрсаткичи сифатида инвестициявий тизерни потенциал инвесторларга тарқатиш усули асосланган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги. Диссертация тадқиқотида олинган илмий натижаларнинг ишончлилиги ишда ёндашув ва усулларнинг мақсадга мувофиқлиги, маълумотлар базасининг расмий манбалардан олингани, шунингдек, чиқарилган хулоса, таклиф ва тавсияларнинг амалиётга жорий этилганлиги, олинган натижаларнинг ваколатли ташкилотлар томонидан тасдиқланганлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти ишлаб чиқилган таклифлар давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтиришга қаратилган назарий ва ташкилий-услубий жиҳатларни халқаро амалиёт тажрибаларидан келиб чиққан ҳолда такомиллаштиришга

хизмат қилиши билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган илмий таклифлар ва амалий тавсиялардан давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтиришга доир дастурлар ва истиқболдаги режаларни ишлаб чиқишда, ўқув ва услубий қўлланмалар тайёрлашда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Ўзбекистонда давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтириш бўйича олинган илмий натижалар асосида:

давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишда хорижий инвестицион банклар ва фондларга инвестициявий солиқ кредитларини тақдим этишга доир таклифидан Ўзбекистон Республикасининг ЎРҚ-598-сон «Инвестициялар ва инвестицион фаолият тўғрисида»ги Қонунини ишлаб чиқиш жараёнида фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Сенатининг Суд-ҳуқуқ масалалари ва коррупцияга қарши курашиш қўмитасининг 2020 йил 6 мартдаги 5-сон маълумотномаси). Бунинг натижасида, Қонуннинг 35-моддаси солиқ кредити солиқ муддатини ўзгартириш шакли бўлиб, инвестор кейинчалик бўлиб-бўлиб тўлаши мумкинлиги мазмунида бойитилишига эришилган;

хусусийлаштирилаётган давлат корхоналари томонидан депозитар тилхатлар эмиссия қилиш ва жаҳон фонд биржаларига жойлаштириш орқали хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтириш бўйича таклифидан Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги томонидан «Капитал бозорини ривожлантиришнинг 2020-2025 йилларга мўлжалланган стратегиясини» ишлаб чиқишда фойдаланилган. (Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлигининг 2020 йил 5 февралдаги 01-02/06-177-сон маълумотномаси). Натижада, Тошкент республика фонд биржаси савдо айланмасининг 2019 йилга нисбатан 2020 йилда 110,6%га ўсишига эришилган;

хўжалик субъектлари кузатув кенгашлари таркибини шакллантиришда «хедхантер» тизимидан фойдаланиш бўйича берилган таклифдан Ўзбекистонда хўжалик субъектларининг корпоратив бошқарувни кенг қўллашга оид меъёрий-ҳуқуқий базасини ривожлантириш ва «Дехқонобод калий заводи» АЖда корпоратив бошқарув меъёрларини қўллашни кенгайтиришга оид чора-тадбирларни ишлаб чиқишда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Сенатининг Суд-ҳуқуқ масалалари ва коррупцияга қарши курашиш қўмитасининг 2020 йил 6 мартдаги 5-сон ва «Дехқонобод калий заводи» АЖнинг 2020 йил 9 июлдаги 01/2135-сон маълумотномаси). Бунинг натижасида, «Дехқонобод калий заводи» АЖнинг 2018 йил учун корпоратив бошқарув тизимининг якуний даражаси 2017 йилга қараганда 30 баллга ошиб 190 баллни ташкил этган;

хорижий инвестицион банклар ва фондларни потенциал инвесторлар сифатида давлат корхоналарини хусусийлаштириш жараёнига жалб қилишда инвестициявий тизерлардан фойдаланиш бўйича берилган таклифидан

Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Инвестициялар ва инвестицион фаолият тўғрисида»ги ЎРҚ-598-сон Қонунини ишлаб чиқиш жараёнида фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Сенатининг Суд-ҳуқуқ масалалари ва коррупцияга қарши курашиш қўмитасининг 2020 йил 6 мартдаги 5-сон маълумотномаси). Натижада, Қонуннинг 27-моддаси 7-банди “тегишли ҳудуднинг чет эл банклари, фондлар, агентликлар ва компаниялар билан инвестициявий ҳамкорлик йўналишларини ўзаро манфаатли асосда ривожлантириш ва диверсификация қилиш” мазмунида бойитилган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Ушбу тадқиқот натижалари 4 та республика ва 2 та халқаро илмий-амалий анжуманларда муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Диссертация мавзуси бўйича жами 13 та илмий иш, жумладан, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертацияларининг асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 8 та илмий мақола, жумладан, 3 таси хорижий журналда нашр этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация таркиби кириш, урта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан таркиб топган. Диссертация ҳажми 124 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида тадқиқот ишининг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва вазифалари, объекти ва предмети тавсифланиб, уларнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги кўрсатилган. Тадқиқотнинг илмий янгилиги, амалий натижалари баён қилинган, олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти очиб берилган, тадқиқот натижаларининг амалиётга жорий этилиши, нашр этилган ишлар ҳамда диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертация ишининг «**Давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишнинг назарий асослари**» деб номланган биринчи бобида, давлат мулкани хусусийлаштиришнинг иқтисодийда тутган ўрни ва назарий асослари танқидий ўрганилган, хорижий инвесторларни хусусийлаштириш жараёнига жалб этишнинг иқтисодий моҳиятининг замонавий тенденциялари ёритилган, давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишнинг илғор хориж тажрибаси тавсифлаб берилган.

Давлат мулкани хусусийлаштириш, мулкий муносабатларни ислоҳ қилиш, давлатнинг иқтисодийдаги иштирокини камайтириш иқтисодийдаги бошқа муҳим муаммолар қаторида устувор аҳамият касб этади.

Илмий изланишларда, Савас, Эллиот ва Склар каби олимларнинг хусусийлаштиришга оид назарий ва эмпирик тадқиқотларида қайд этилишича, «хусусий корхоналар давлат корхоналарига қараганда

самаралироқ, чунки хўжалик юритиши жиҳатидан тежамли, меҳнат унумдорлиги юқори ва қонунчилик чекловлари кам ҳисобланади»⁵.

Хусусийлаштириш иқтисодиётнинг реал сектори самарадорлигини оширишга ва иқтисодиёт фаолиятининг тубдан янги тузилмасини яратишга йўналтирилган иқтисодий ислоҳотлардан бири бўлиб, ушбу жараёнга хорижий инвесторларни жалб қилиш хусусийлаштириш мақсадларига эришиш имкониятларини оширувчи омиллардан биридир.

Ўзбекистон Республикаси Президенти Ш.Мирзиёев: «Давлат иштирокини ҳеч зарурат бўлмаган соҳаларда ҳам сақлаб турибмиз. Давлат корхоналарини бошқариш, фаолияти самарасини ошириш, уларнинг функцияларини хусусий секторга бериш бўйича ҳали сезиларли ўзгаришлар бўлмади»⁶, деб таъкидлаган.

Халқаро амалиётда хусусийлаштиришнинг икки турини ажратиб кўрсатиш мумкин. Биринчи тури 70-йилларнинг иккинчи ярмида бошланган. У ўтган асрда мавжуд бозор ва рақобатбардош тузилма доирасида амалга оширилган. Иккинчи тури, XX-асрнинг охирига келиб, марказлаштирилган иқтисодиётдан бозор иқтисодиётига ўтишда қўлланила бошлаган.

1-жадвал

Жаҳонда амалга оширилган хусусийлаштириш дастурлари бўйича етакчи мамлакатлар рейтинги⁷

Мутлақ миқдорда хусусийлаштириш рейтинги		Нисбий миқдорда хусусийлаштириш рейтинги	
Мамлакатлар	млрд. АҚШ доллари	Мамлакатлар	ЯИМга нисбати, % да
Франция	98,2	Словакия	13,5
Италия	69,6	Чехия	9,2
Германия	65,0	Финландия	8,7
Япония	33,2	Исландия	8,6
Туркия	25,0	Венгрия	6,9
Нидерландия	23,1	Греция	4,8
Австралия	20,0	Туркия	4,7
Англия	18,4	Португалия	4,4
Финландия	18,3	Франция	4,4
Швеция	16,0	Польша	4,3

1-жадвал маълумотларига кўра, Финляндияда хусусийлаштириш дастурларининг умумий қиймати ЯИМнинг 8,7 фоизини ташкил қилган. Франция, Италия, Германия ва Япония мамлакатларда хусусийлаштириш дастурлари изчиллик билан амалга ошириб келинмоқда. Ушбу мамлакатлар жаҳон инвестициялар бозорига кучли интеграцияланган бўлгани учун уларнинг бой тажрибасидан Ўзбекистонда давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишни

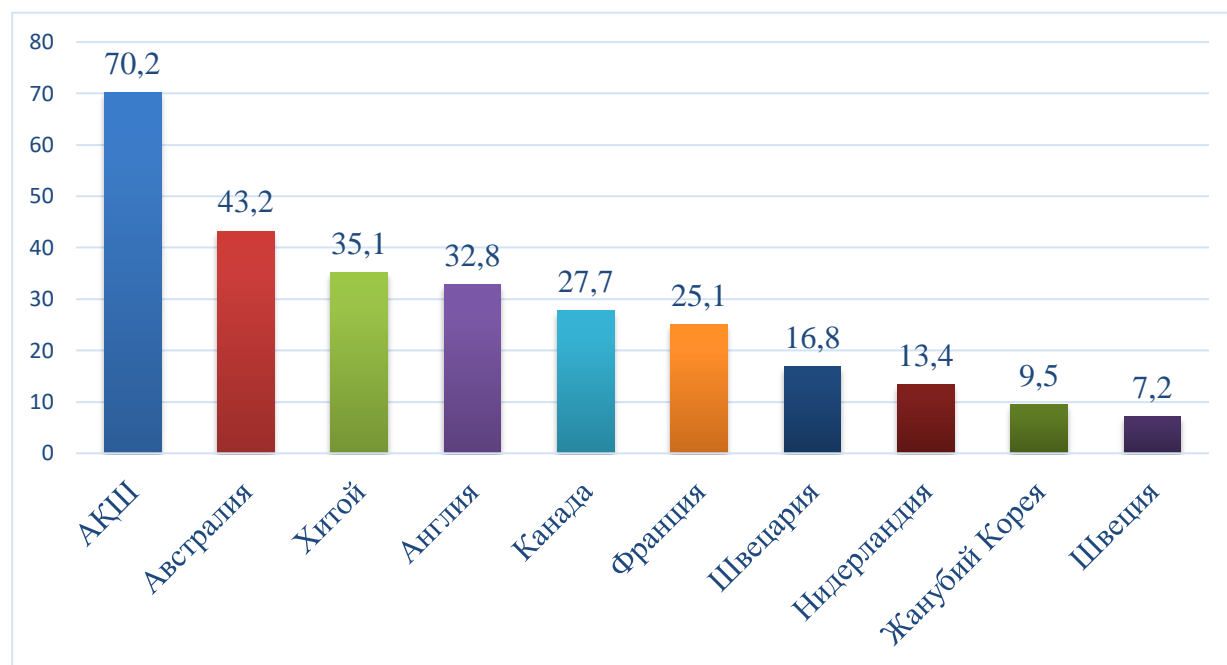
⁵ Savas, E.S. (1987). Privatization: the key to better government.,(Chatham House: Chatham, NJ)

⁶ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 11 декабрдаги Давлат иштирокидаги корхоналарни ислоҳ қилиш натижадорлиги ва бу йўналишдаги устувор вазифаларга бағишланган йиғилишидаги нутқи // <https://president.uz/uz/lists/view/3130>

⁷ Privatization in the 21st Century: Recent Experiences of OECD Countries Report on Good Practices January 2009

кенгайтириш имкониятларини яратишда фойдаланиш мақсадга мувофиқ бўлади.

Жаҳонда амалга оширилган хусусийлаштириш дастурлари капитал бозорининг ихтисослашган институтлари ёрдамида молиялаштирилган. Хусусийлаштиришга инвестиция фондларини жалб қилиш амалиёти дунё мамлакатларида кенг қўлланилади. Мазкур жараённи қуйидаги 1-расм маълумотлари асосида таҳлил қиламиз.



1-расм. Инвестиция фондларининг хусусийлаштириш ва инфраструктурага киритган инвестициялари, млрд.долл ҳисобида⁸

1-расмга кўра, АҚШда инвестиция фондларининг хусусийлаштириш ва инфраструктурага киритган инвестициялари 70,2 млрд. АҚШ долларини ташкил этган ҳолда етакчилик қилаётган бўлса, Жанубий Корея ва Швеция каби давлатларда, мос равишда, 9,5;7,2 млрд. АҚШ доллари миқдорида инвестициялар киритилган.

Ўзбекистонда ўрта муддатли истиқболга мўлжалланган иқтисодий ислохотларни амалга оширишда стратегик хорижий инвесторларни жалб этган ҳолда давлат корхоналарини трансформация қилишнинг муваффақиятли амалга оширилишида иккиламчи қимматли қоғозлар бозори муҳим саналади. 2021 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, давлат тасарруфида бўлган акцияларининг номинал қиймати 127 трлн. 594 млрд. сўмни ташкил қилган⁹.

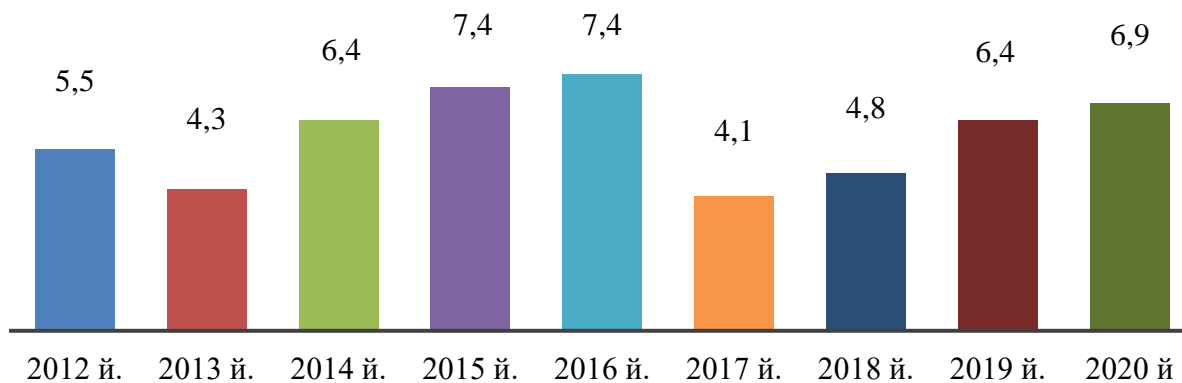
Муаллиф фикрича, қимматли қоғозлар мунтазам равишда котировка қилинадиган ва капиталлашувнинг юқори даражасига эга иккиламчи фонд бозорининг мавжуд бўлиши стратегик инвесторларни бирламчи қимматли қоғозлар бозорига жалб қилишни кенгайтиришга хизмат қилади.

⁸Annual privatization report: transportation finance 2019. Reason Foundation.

⁹ «Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси» давлат корхоналари фаолиятининг 2020 йил натижалари. <http://www.deponet.uz/page/itogi-deyatelnosti-gosudarstvennogo-predpriyatiya-centralnyy-depozitariy-cennyh-bumag-za-2020-g>

Хорижий тажрибанинг кўрсатишича, жамоавий инвестиция фондсиз қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозорини самарали ривожлантириб бўлмайди. Таҳлилларга кўра, саноатлашган ривожланган мамлакатларда инвестицион фондлар, суғурта компаниялари, банклар ва пенсия фондлари қимматли қоғозлар бозорида инвестициявий тизерлар бўлиб, тахминан 10 трлн.долларга яқин маблағлар давлат корхоналарининг акцияларини сотиб олишга йўналтирилади.

Ўзбекистонда инвестиция фондлари портфелининг фонд бозоридаги иштироки паст даражада сақланиб қолмоқда. Буни қуйидаги 2-расм маълумотларида кўриш мумкин.



2-расм. Инвестиция фондлари портфелининг ўзгариши, млрд.сўм ҳисобида¹⁰

2-расм маълумотларига кўра, инвестиция фондлари портфели 2012 йилда 5,5 млрд.сўмни ташкил қилган бўлса, 2020 йил якунларига кўра, 6,9 млрд.сўм бўлган. Мазкур ҳолат Ўзбекистон фонд бозорининг қонунчилик базаси ва инфраструктураси такомиллаштирилганига қарамасдан, жамоавий инвестиция, андеррайтинг, маркет мэйкинг каби функцияларни бажарувчи институционал инвесторлар мавжуд эмаслиги билан изоҳланади.

Республикада инвестиция фондлари давлат корхоналарини трансформация қилиш дастурларини амалга ошириш учун етарли профессионал кўникма ва молиявий активларга эга эмас. Шу боис, хорижий инвесторларни хусусийлаштириш жараёнига жалб қилишда депозитар тилхатларни эмиссия қилган ҳолда хорижий инвестицион банклар ва инвестицион фондлар билан инвестициявий йўналишда ҳамкорликни ривожлантириш мақсадга мувофиқ.

Диссертациянинг иккинчи боби «Ўзбекистонда давлат мулкни хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишнинг амалдаги ҳолати» таҳлиliga бағишланган бўлиб, Ўзбекистонда амалга оширилган хусусийлаштиришнинг институционал асослари ва тенденциялари таҳлили тадқиқ қилинган, хусусийлаштириш жараёнида хорижий инвесторлар иштироки ҳолати таҳлил қилинган, давлат ва хусусий сектор корхоналарида инвестицион қўйилмалар самарадорлиги таҳлиллари ва иқтисодий математик моделлаштириш асосида хусусийлаштирилган давлат активларини баҳолаш услуби тавсифланган.

¹⁰ www.deponent.uz – Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси расмий веб-сайти маълумотлари

Ўзбекистонда хусусийлаштириш жараёни иқтисодий ислохотлардаги устуворлигини сақлаб қолган. Хусусийлаштириш жараёни бир нечта босқичда амалга оширилган. Аммо йирик бизнес вакиллари хусусийлаштириш масаласи бугунги куннинг долзарб масалаларидан бири ҳисобланади.

Мамлакатда 599 та акциядорлик жамияти мавжуд бўлиб, уларнинг устав капиталидаги давлат улуши жами акциядорлик капиталининг 85 фоизидан кўпроқни ташкил этади. Давлат улушини қисқартиришда хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилишдан кенгроқ фойдаланиш мақсадга мувофиқ. Лекин мазкур ҳолатнинг талаб даражасида эмаслиги 2-жадвал маълумотлари асосида таҳлил қилинган.

2-жадвал

Давлат мулкани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилиш ҳолати¹¹

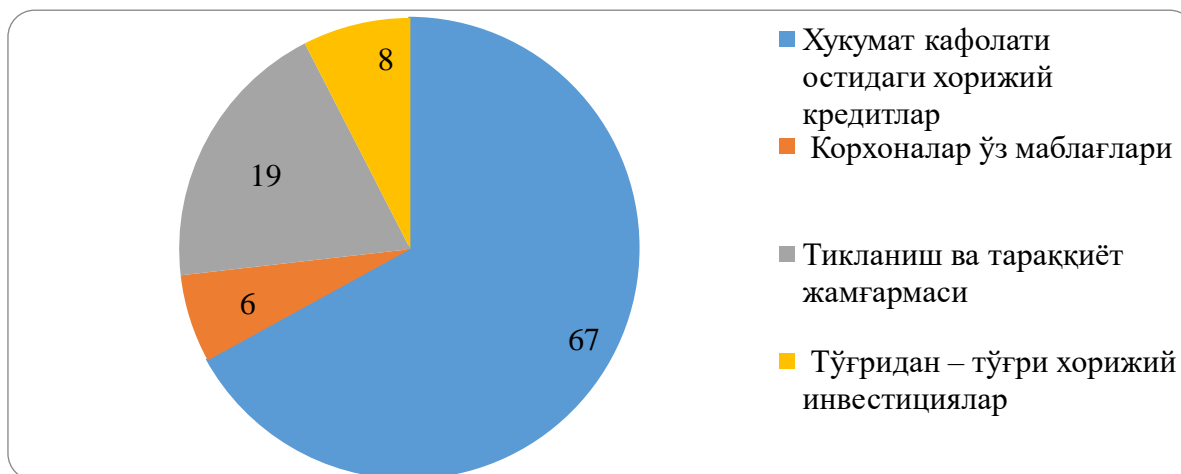
Йиллар	Хусусийлаштирилган корхона ва объектлар сони		Давлат активларини сотишдан тушган тушум		Хорижий инвесторларга сотилган давлат активлари	
	бирлик	ўзгариши, %	млрд.сўм	ўзгариши, %	бирлик	улуши,%
2012	83	-13,5	39,2	69,7	6	7,2
2013	83	0,0	32,1	-18,1	18	21,6
2014	82	-1,2	44,1	37,4	8	9,7
2015	288	251,2	88,2	100,0	11	3,8
2016	848	194,4	103,2	17,0	10	1,1
2017	609	-28,2	164,8	59,7	15	2,4
2018	542	-11,0	228,3	38,5	15	2,7
2019	832	53,5	223,1	-2,3	23	2,7
2020	837	0,6	456,3	104,5	29	3,4

3-жадвал маълумотларига кўра, 2012-2020 йилларда 4204 та давлатга қарашли корхона ва объектлар 1 379,3 млрд. сўм маблағ эвазига хусусий секторга сотилган. Таҳлил қилинган йилларда хусусийлаштирилаётган объектларни хорижий инвесторларга сотилаётган давлат активлари 135 тани ташкил қилган.

Муаллиф фикрича, давлатнинг иқтисодиётдаги иштироки камайиш ўрнига акциядорлик капиталида давлат улуши йил сайин ошиб бориши динамикаси қайд этилмоқда. Давлат улуши мавжуд корхоналарга хорижий инвесторларни жалб қилишнинг муваффақияти, инвесторлар киритадиган инвестицияларидан оладиган қайтими ҳал қилувчи аҳамиятга эга бўлади. Агар самара олинмаса, инвестициялашга рағбат ҳам бўлмайди.

Давлат улушининг юқори даражада сақлаб турилиши акциялар сотиш йўли билан тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш имкониятини бермаяпти. Шунинг учун, давлат улуши мавжуд корхоналарда ишлаб чиқаришни модернизациялашни молиялаштириш фақат давлат ёки кредит маблағлари ҳисобига амалга оширилмоқда. Ушбу ҳолатни кимё саноати корхоналари мисолида кузатиш мумкин.

¹¹ Муаллиф ҳисоб-китоби.



3-расм. Кимё саноати томонидан жалб қилинган инвестициялар, фоиз ҳисобида¹²

«Ўзкимёсаноат» АЖ тизимидаги корхоналарга жалб қилинган инвестицияларнинг 86 фоизи, аслида, кредит маблағларидир. Деҳқонобод калийли ўғит заводининг ишлаб чиқариш қувватини кенгайтириш ҳукумат кафолати асосидаги хорижий кредитлар ҳисобига амалга оширилган лойиҳалардан биридир. «Деҳқонобод калий заводи» АЖнинг Эксимбанкдан (ХХР) олган кредити бўйича мажбуриятлари ушбу корхонадан яна 10 йил давомида катта маблағ топишини талаб қилади.

3-жадвал

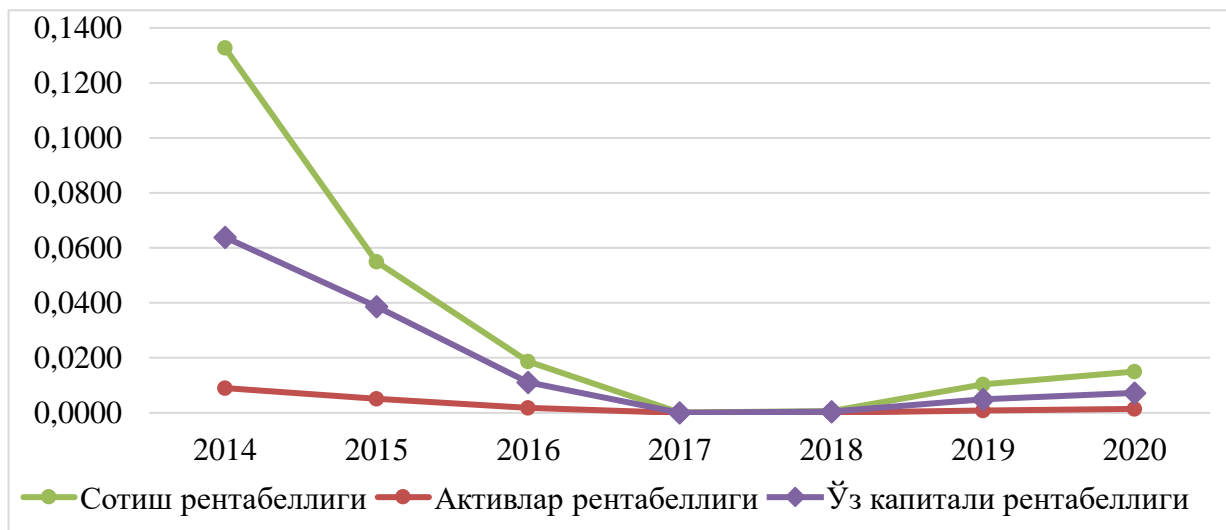
ХХРнинг “Эксимбанк”и кредит тўлов графиги, минг АҚШ доллари ҳисобида¹³

Кўрсаткичлар	2020 й.	2022 й.	2024 й.	2026 й.	2028 й.	2030 й.	Жами
Эксимбанк	12,6	12,1	11,7	11,2	7,9	7,6	138,1
1-босқич	3,2	3,1	3,1	2,8	-	-	27,6
Асосий қарздорлик	2,7	2,7	2,7	2,73			25,1
Фоизлари	0,5	0,4	0,2	0,1			2,6
2-босқич	9,3	8,9	8,6	8,3	7,9	7,6	110,3
Асосий қарздорлик	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,3	95,7
фоизлари	1,9	1,6	1,3	0,9	0,6	0,3	14,5

Шу билан бирга, кредит қарзининг ўрнига акциялар орқали устав фондига капитал жалб қилинганда, асосий қарз тўловлари учун корхона ўз айланма маблағларидан айрилмаган ва фоиз тўловлари бўйича катта маблағ тежаган, рентабеллик кўрсаткичларини сезиларли кўтарган ва ўз инвестицион жозибadorлигини оширган бўлар эди. «Деҳқонобод калий заводи» АЖ аграр соҳа учун жуда зарур бўлган маҳсулот - асосий калий ўғитларини ишлаб чиқаришга ихтисослашган бўлиб, маҳсулот ички бозорга ва экспортга чиқарилади. Бироқ, йилдан-йилга сотишдан соф тушум барқарор равишда ошиб боришига қарамай, корхона соф фойдаси ошмаган (4-расм).

¹² Муаллиф ишланмаси.

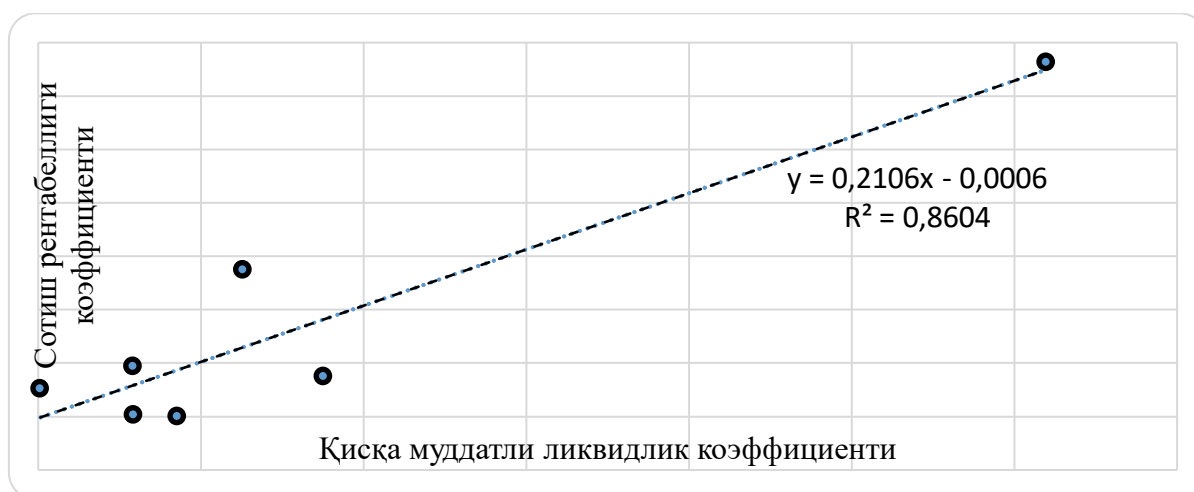
¹³ Муаллиф ҳисоб-китоби.



4-расм. «Дехқонобод калий заводи» АЖнинг молиявий кўрсаткичлари¹⁴

Узоқ муддатли дебитор қарздорликнинг ошиб кетиши ҳисобига корхона жорий активларидан деярли махрум бўлган, валюта курсидаги фарқ сабабли олинган зарар корхона соф фойдасига салбий таъсир кўрсатган, катта ҳажмдаги кредитнинг қайтарилиши жорий активларнинг энг ликвидли қисмини қисқартирган, кредит фоизлари эса корхона молиявий барқарорлиги ва самарадорлик кўрсаткичларининг тушишига сабаб бўлган.

Натижада, корхона ликвидлик кўрсаткичлари пасайиб кетган ва бу рентабеллик кўрсаткичларига ҳам салбий таъсир кўрсатган. Мисол учун, «Дехқонобод калий заводи» АЖ сотиш рентабеллигининг қисқа муддатли ликвидлик коэффициентига боғланиши тадқиқ қилинганда (5-расм) улар орасида корреляция даражаси 0,9276 эканлиги топилди.



5-расм. «Дехқонобод калий заводи» АЖнинг 2013-2020 йилларда ўртача сотиш рентабеллиги кўрсаткичининг қисқа муддатли ликвидлик коэффициентига корреляцияси¹⁵

¹⁴ Муаллиф ишланмаси.

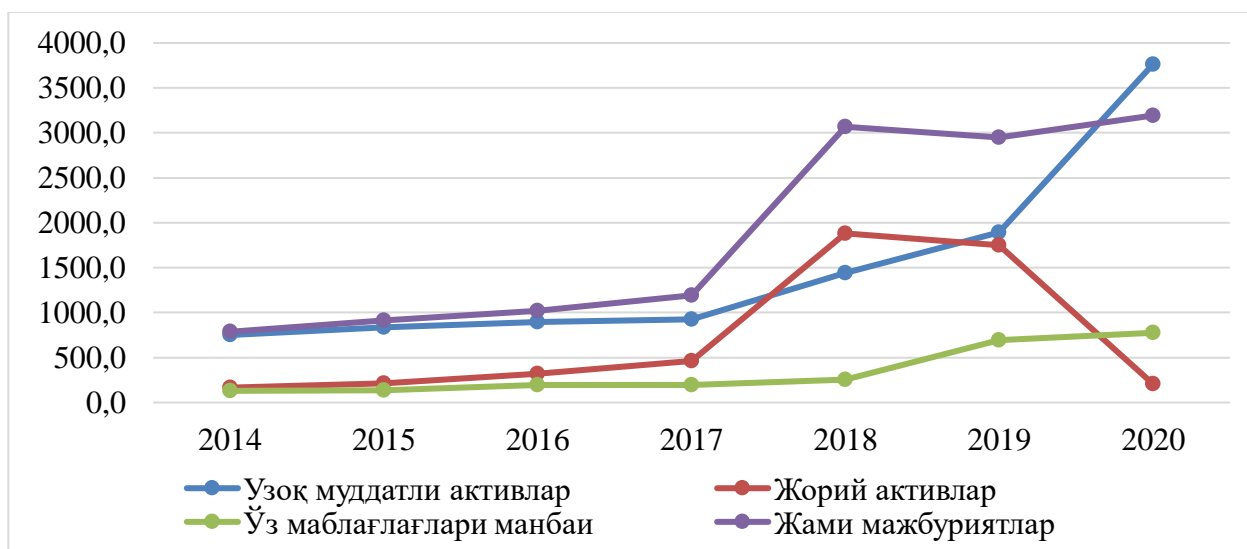
¹⁵ Муаллиф ишланмаси.

Молиявий фаолиятдаги салбий омиллар (кредит тўловлари ва валюта курси фарқидан зарарлар) сабабли активлар ликвидлигининг пасайиб кетиши бундан кейин ҳам муаммоларнинг чуқурлашувига сабаб бўлиши мумкин. Дарҳақиқат, пул тақчиллиги сабабли заводнинг 2-босқич лойиҳаси тўлиқ якунланмаган, электр таъминотидаги ва осма канат йўли қурилиши ниҳоясига етмаган, хом ашё билан етарли таъминланмаган, ва натижада, асосий ишлаб чиқариш цехлари тўлиқ қувватда ишлай олмаяпти. Шу билан бирга, амортизация харажатлари жами асосий восита учун ҳисобланмоқда. Натижада корхона маҳсулотини экспорт қилиш имконияти ва корхона иқтисодий самарадорлиги тобора пасайиб бормоқда.

Мазкур салбий ҳолатдан чиқиш учун қуйидагиларни амалга ошириш мақсадга мувофиқ: корхонани хусусийлаштиришга хорижий инвесторларни жалб қилиш доирасида корхона устав капиталини ошириш ва янги акцияларни хорижий инвесторларга сотиш, акция сотилишидан тушган маблағни кредитнинг тўлиқ ёки катта қисмини қоплашга ҳамда ишлаб чиқариш қувватларини тўлиқ ишга туширилишини таъминлашга йўналтириш. Ушбу тадбирлар амалга оширилиши натижасида, корхона фоиз тўловларидан қутилади ҳамда сотишдан соф тушум ҳажмининг ошишига эришилади.

Учинчи боб «Ўзбекистонда давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторлар иштирокини кенгайтириш йўллари» деб номланиб, давлат мулкани хусусийлаштириш амалиётига хорижий инвесторларни жалб қилишда юзага келаётган муаммолар ва уларни бартараф этиш йўллари, халқаро капитал бозорларидан хорижий инвесторларни хусусийлаштирилаётган корхоналарга жалб қилишни кенгайтириш йўналишлари бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқилган.

Илмий изланиш жараёнида кимё саноати корхоналарида акцияларининг хорижий инвесторларга сотилиши натижасида рўй берган ўзгаришлар қиёсий таҳлил қилинган.



6-расм. «Дехқонобод калий заводи» АЖ ва «Максам-Чирчик» АЖнинг асосий фаолият кўрсаткичлари, млрд. сўмда¹⁶

¹⁶ Муаллиф ишланмаси.

6-расмга кўра, «Максам-Чирчиқ» корхонаси акцияларини хорижий компанияга сотилиши эвазига корхонанинг бошқарув фаолиятида ва иқтисодий кўрсаткичларида ўзгаришлар рўй берган. Жамият акцияларининг 49 фоизи Испаниянинг «Махам Сoрр. International S.L»га инвестиция киритиш шарти билан сотилган. «Максам-Чирчиқ» АЖнинг соф фойдаси 2017 йилда 57,4 млрдда бўлган бўлса, 2018 йилда 123,3 млрд.сўмгача ошган. Жамиятнинг рентабеллик кўрсаткичлари 2017 йил 9,19 % бўлган бўлса, 2018 йилда 13,24%ни ташкил қилган. «Дехқонобод калий заводи»нинг рентабеллик кўрсаткичлари 2017 йилда 0,18%, 2018 йилда 0,1% ни ташкил қилган.

Муаллифнинг фикрича, «Дехқонобод калий заводи» АЖ бошқарув тизимида, хусусан молиявий ва инвестицион менежмент соҳасида жиддий муаммолар мавжуд бўлиб, уларни бартараф қилиш ва «Максам-Чирчиқ» АЖ каби корпоратив бошқарувга босқичма-босқич ўтиш жараёнида хорижий эксперт ва мутахассисларни «хедхантер» тизими ва очиқ конкурслар орқали жалб қилиш ва уларга керакли шароитлар яратиш бериш учун корпоратив бошқарув ва назорат органлари аъзолари меҳнатини тақдирлаш икки компонентли: бизнес-режа бажарилиши даражасига қараб ва режадан ошиқ соф фойда олиниши даражасига кўра ажратилиши мақсадга мувофиқ.

Ўзбекистон корхоналарини хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишда, биринчи ўриндаги аҳамиятли масала - бу корхонани адолатли баҳолашдир. Бизнесдаги улушни баҳолашда Ўзбекистон Республикасининг ягона миллий баҳолаш стандартига¹⁷биноан, харажат (соф активлар) усули, даромад (йиллик даромаднинг минимал даромадлилик ставкасига нисбати) усули қўлланилиши мумкин.

Ўзбекистон Республикасининг ягона миллий баҳолаш стандартида «Дехқонобод калий заводи» АЖ каби мажбуриятлари соф активларига нисбатан анча юқори бўлган ҳолат учун: «Капитали оддий акциялар ва мажбуриятлардан иборат бизнеснинг оддий акциялари соф активлар усули орқали баҳоланиши мумкин. Бироқ, бу усулни барча ҳолларда ҳам қўллаш тўғри бўлмайди. Масалан, юқори левераджили корхоналарни баҳолашда қўллаб бўлмайди.» деб ёзилган (225-банд). Шу билан бирга, мазкур стандартнинг

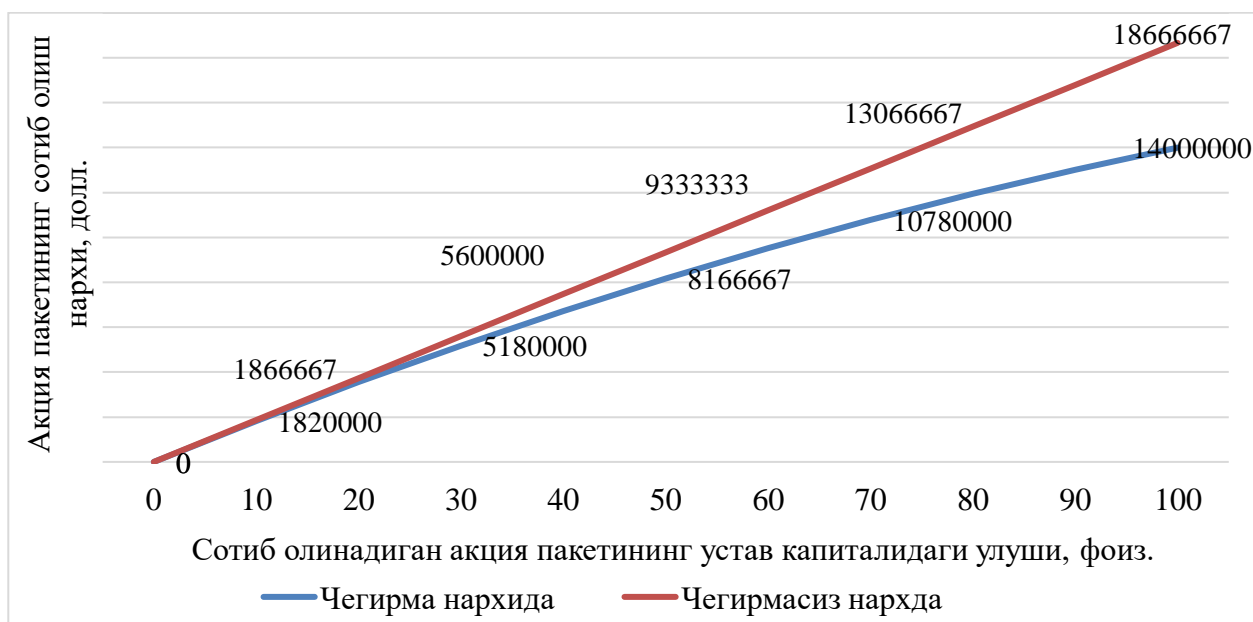
1-илоvasи 18-бандида бозор ахбороти мавжуд бўлмаганда, назорат элементлари мавжудлигига мукофот ҳисобланиши белгиланган. Масалан, 100% акция пакети сотилганда, уни баҳолаш нархидан ташқари, яна ушбу нархнинг 25 фоизи қийматида устама нарх белгиланиши назарда тутилган. Баҳолаш нархидан ташқари, устама нарх белгиланиши хусусийлаштириш жараёнларининг суръатларига зарар етказиши мумкин.

¹⁷Ўзбекистон Республикасининг ягона миллий баҳолаш стандарти. ЎзР Адлия вазирлиги томонидан 3239-рақам билан 2020 йил 4 июнда рўйхатдан ўтказилган.

Муаллиф фикрича, хусусийлаштирилаётган давлат корхоналари акцияларини хорижий инвесторларга сотиш учун мукофотнинг сотувчига эмас, харидорга берилиши мақсадга мувофиқ. Яъни давлат активлари хусусийлаштирилганда, истисно қоидаси киритилиши: катта назорат пакети сотилганда, сотувчига эмас, инвесторга мукофот берилиши таклиф қилинади. Ушбу ҳолда учун қўйидаги муаллифлик ёндашувига биноан, хусусийлаштирилаётган корхоналар акциялари сотилиш нархлари белгиланиши таклиф қилинади: жорий LIBOR ставкаси i бўлган шароитда йиллик соф фойдаси CF бўлган корхона жами акцияларининг f -фоизини сотиб олишда инвестор сарфлаши лозим бўлган жами инвестициялар қиймати I :

$$I = \frac{CF}{i} \times f \times (1 - 0.25 \times f)(1)^{18}$$

Масалан, LIBOR ставкаси 0,03 (ставканинг охири 7 йил ичида ўзгариш динамикасини таҳлил қилиш ва келажакка экстраполяция қилиш натижасида кейинги йилда кутиладиган ставка қиймати) ва корхона йиллик соф фойдаси \$560000 бўлган ҳолда («Дехқонобод калий заводи» АЖнинг охириги йил молиявий натижаси сўмнинг долларга нисбатан курси билан) инвестор корхона акцияларининг 0 фоизидан 100 фоизигача оралиғида улушини сотиб олганда талаб қилинадиган инвестициялар миқдори қўйидагича бўлади (7- расм).



7-расм. «Дехқонобод калий заводи» АЖнинг улушларини сотиб олиш нархлари, минг АҚШ.доллари ҳисобида¹⁹

«Дехқонобод калий заводи» АЖнинг улушларини сотиб олиш нархлари графигидан кўриниб турибдики, мукофотли чегирма нархда сотиладиган

¹⁸Тадқиқот натижалари асосида муаллиф ишланмаси.

¹⁹ Муаллиф ишланмаси.

акцияларнинг инвестицион жозибадорлиги анча юқори бўлади. Чунки кичик фоизли пакетнинг даромадлилиги 3% (Либор даражаси) бўлса, 100 фоизли пакетнинг даромадлилиги 4% даражасида бўлади. Ушбу ҳолат нафақат стратегик инвесторларга, балки йирик портфель инвесторлар учун ҳам аҳамиятга эга бўлиши, ва хусусийлаштириш жараёнларига таниқли хорижий андеррайтерларни жалб қилиш имкониятини ошириши мумкин. Ва аксинча, 100 фоизли пакетни 25% устама билан сотиш, акцияларнинг жозибадорлигини пасайтиради, улар даромадлилигини 2,4% қилиб қўяди, натижада, акциялар пакетининг инвесторлар кенг оммаси учун жозибадорлигини йўққа чиқаради.

Республикада стратегик хорижий инвесторларни жалб этган ҳолда бир қатор корхоналарни давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш борасида амалга оширилаётган ишларни муваффақиятли амалга оширишда, қимматли қоғозлар иккиламчи бозори катта аҳамиятга эга. Тошкент Республика фонд биржасининг савдо айланмаси 2018 йилда мамлакат ЯИМига нисбатан бор йўғи 0,14 фоизни ташкил этган, ривожланган давлатларда эса бу кўрсаткич-200-3600 фоизга тўғри келади, Россия ва Қозоғистонда ЯИМга нисбатан эса, 80 дан 110 фоизгача тўғри келади.

Аксиядорлик капиталида давлат улуши ҳажми 2015-2020 йиллар оралиғида 13,2 баробар ошган. Ушбу муддат мобайнида Тошкент Республика фонд биржасининг савдо айланмаси 3,8 маротаба ошишга эришган. Аксиядорлик капиталида давлат улуши ҳажми, 2020 йил якунларига кўра, 127594,8 млрд. сўмни ташкил қилмоқда, 2020 йилнинг 12 ойлиги мобайнида Тошкент Республика фонд биржасида жами амалга оширилган савдо ҳажми 578,2 млрд сўмга тенг эканлиги Ўзбекистонда хусусийлаштириш жараёнларини жадаллаштириш, давлат тасарруфидаги акция пакетларини хусусий секторга сотиш учун Тошкент Республика фонд биржасининг савдо айланмаси етарли эмас, деган хулосага олиб келади.

4-жадвал

Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозори ҳолати таҳлили²⁰

Йиллар	Жами капитал ҳажми (млрд. сўм)	Жами капитал ўзгариши (млрд. сўм)	Давлат улуши ҳажми (млрд. сўм)	Давлат улуши ҳажминг ўзгариши (млрд. сўм)	Фонд биржаси савдо ҳажми (млрд. сўм)	Фонд биржаси савдо ҳажминг ўзгариши (млрд.сўм)
2015	16 472,8	3 747,2	9 855,2	2 721,9	161,0	14,6
2016	30 463,5	13 990,6	21 830,4	11 975,0	299,8	138,8
2017	48 631,7	18 168,2	38 039,8	16 209,2	298,6	-0,2
2018	59 439,4	10 807,6	47 371,8	9 331,1	687,3	388,6
2019	99 209,7	39 770,3	74559,2	27187,4	438,8	-248,5
2020	149 502,6	50 292,5	127 601,1	53 041,2	578,1	140,7

²⁰www.deponent.uz– Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси расмий веб-сайти маълумотлари

Тошкент Республика фонд биржасининг савдо айланмаси етарли бўлмаганлиги боис, бугунги кунда маҳаллий эмитентларнинг акцияларига депозитар тилхатлар чиқарган ҳолда акцияларнинг халқаро муомаласини ташкил этиш орқали реал секторга хорижий инвестицияларни жалб этиш механизми таклиф қилинади.

Депозитар тилхатлар чиқариш орқали давлат улушини хорижий фонд биржаларида сотиш Ўзбекистон учун уддалаб бўлмас жараён эмас, Қозоғистоннинг «JSC NAC Kazatomprom» миллий атом компанияси депозитар тилхатлар чиқариш орқали 2019 йилда қиймати 11,6 АҚШ долларидан баҳоланган 38,4 млн. дона акциясини 451,3 млн. АҚШ доллари эквивалентида Лондон фонд биржасида жойлаштиради. Ушбу жойлаштирилган акциялар пакети жами акциядорлик капиталининг 15% ини ташкил қилган²¹.

Хусусийлаштирилаётган корхона акцияларини хорижий фонд бозорларига олиб чиқиш, уларга депозит тилхатлари берилишини таъминлаш учун бир-бирлари билан ўзаро ҳисоб варақларни очиб, турли мамлакатлардаги фонд бозорлари ўртасида депозитарий алоқаларни ташкил қиладиган ва омонатчиларнинг ҳисоб рақамларига қимматли қоғозлар ўтказилишини осонлаштирадиган кастодиан банклари хизматларидан фойдаланиш керак.

Муаллиф фикрича, давлат мулкани хусусийлаштириш жараёнига хорижий инвесторларни жалб қилишни кенгайтиришда чора-тадбирлар кетма-кетлигини қуйидаги алгоритмда амалга ошириш мақсадга мувофиқ:

а) давлат корхонаси хусусийлаштирилишидан олдин молиявий ҳисоботнинг халқаро стандартларига тўлиқ ўтказилади;

б) корхонанинг хусусийлаштириш нархини активлар ва пасивларнинг даромадлилиги, ликвидлиги ва реал бозор қиймати асосида белгилаш;

в) корхона хусусийлаштирилиши билан корпоратив бошқарув ва назорат органларини шакллантиришда муаллиф таклиф қилган икки компонентли тақдирлов тизимини ўрнатиш;

г) йиллик ва чораклик фаолият натижалари таҳлилининг муҳим кўрсаткичларини ўз ичига олган инвестициявий тизерни потенциал инвесторларга тарқатиш;

д) депозитар тилхатлар билан профессионал шуғулланувчи кастодиан банклари ҳуқуқчилик асосларини вужудга келтириш ва фаолиятини ташкил қилиш, хусусийлаштирилган жараёнларга мослаштирилган IPO ва SPO дастурлари концепциясини ишлаб чиқиш ва уларни амалга ошириш билан шуғулланадиган инвестицион маслаҳатчилар институтини мустаҳкамлаш;

²¹ www.kazatomprom.kz-«JSC NAC Kazatomprom» миллий атом компанияси расмий сайти.

е) Қониқарли барқарорлик ва рентабеллик кўрсаткичларига эга йирик эмитентларда бирламчи акциядорлаштириш натижасида пайдо бўлган давлат акция пакетларининг бир қисмини SPO дастури ёрдамида сотиш;

ж) SPO дастури ёрдамида давлат улуши оптималлаштирилган корхоналарнинг янги эълон қилинган акцияларини эмиссия қилиш ва IPO дастурлари ёрдамида оммавий жойлаштириш;

з) IPO дастурлари амалга оширилиши натижасида давлат миноритар акциядор бўлиб қолган корхоналарда давлат улушининг сақлаб қолиниши мақсадга мувофиқлиги масаласини индивидуал равишда кўриб чиқиш.

ХУЛОСА

Мазкур диссертация тадқиқоти доирасида қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

1. Хусусийлаштириш иқтисодиётнинг реал сектори самарадорлигини оширишга ва иқтисодиёт фаолиятининг тубдан янги тузилмасини яратишга йўналтирилган асосий иқтисодий ислохотлардан бири бўлиб, ушбу жараёнга хорижий инвесторларнинг жалб қилиниши хўжалик субъектларининг жаҳон бозорларига чиқиш каби хусусийлаштириш мақсадларига эришиш имкониятини кенгайтирар экан. Шу билан бирга, хорижий инвесторларни жалб қилиш учун хусусийлаштирилган корхоналарда молиявий ҳисоботнинг халқаро стандартлари жорий қилиниши лозим.

2. Хитой, Сербия, Венгрия ва Польша мамлакатлари мисоли хусусийлаштиришга хориж капиталини жалб қилиш нафақат қўшимча молиялаштиришни жалб қилиш, балки янада самарали бошқарув ва ишлаб чиқариш жараёнларини жорий этишга шароит яратилиши мумкинлигини намоён қилди. Сингапур каби мамлакатлар эса, хорижий инвесторларга таяниш ҳисобига импортга қарам бўлган мамлакатлар қаторидан янги инновацион тармоқлар ва юқори технологияли ишлаб чиқариш ривожланган иқтисодиётга эга бўлган мамлакатга айланди.

3. Хорижий инвесторларни жалб қилишнинг Ўзбекистон капитал бозорида, умуман, қўлланилмайдиган ёки жуда кам қўлланилган, депозитар тилхатлари каби инвестиция воситалари ҳамда IPO ва SPO дастурлари каби инвестицион технологиялар хориж амалиётида муваффақиятли равишда, кенг қўлланилмоқда. Депозитар тилхатлар ёрдамида бевосита тўғридан-тўғри инвестиция қилишдан кўра, портфель инвестициялар бозорининг воситаларига ихтисослашган йирик институционал инвесторларнинг сармояларини барқарор ва узоқ муддатли жалб қилиш, IPO ва SPO дастурлари орқали хорижий инвесторнинг республика бозорига кириб келишини кутмасдан халқаро фонд бозоридан улар сармоясини жалб қилиш мумкин. Бироқ Ўзбекистондаги хусусийлаштириш жараёнлари учун ушбу воситаларнинг потенциали, умуман, ишга солинмаган. Шу билан бирга,

миллий баҳолаш стандартлари хусусийлаштирилаётган давлат корхоналари акцияларининг харидогирлигини пасайтириши мумкин.

4. Ўзбекистон тижорат банклари мисолида давлат улуши юқори бўлган ҳолларда хўжалик юритувчи субъектларнинг рентабеллик кўрсаткичлари нисбатан паст бўлиши кузатилди. Шу билан бирга, хусусийлаштириш натижасида давлат улушининг камайтирилиши уларда рентабеллик кўрсаткичларининг ошишига, оқибатда эса, хорижий инвесторлар назарида инвестицион жозибadorлигининг ошишига сабабчи бўлиши мумкин.

5. Ривожланаётган мамлакатларнинг молия бозорларидаги бир қатор инқирозлар, корпоратив жанжаллар ва банкротликлардан кейин охири пайтда инвестициявий хавфларни пасайтириш ва акциядорларнинг қонуний манфаатларини ҳимоя қилишни яхшилаш учун қўшимча чора-тадбирларни қўллаш бўйича инвесторларнинг талаблари ортиб бормокда. Хорижий инвесторлар ишониши мумкин бўлган, мустақил эксперт сифатида корпоратив бошқарув тизими сифатини ўрганиши мумкин бўлган мутахассисларни «хедхантер» тизими ва очиқ конкурслар орқали жалб қилиш фойдадан холи бўлмайди.

6. Ўзбекистонда давлат улуши иштирокидаги акциядорлик жамиятларининг инвестицион жозибadorлигини, инвесторларнинг уларга бўлган ишончини ошириш мақсадида йиллик ва чораклик фаолият натижалари таҳлилининг муҳим кўрсаткичларини ўз ичига олган инвестициявий тизерни потенциал инвесторларга тарқатиш мақсадга мувофиқ.

7. Молиявий ҳисоботнинг халқаро стандартларига мувофиқ, ҳисобот маълумотлари активларни ҳам, мажбуриятларни ҳам ҳақиқий қиймат баҳосини акс эттириши керак, бу эса фойдаланувчининг компаниянинг ҳақиқий қийматини олишини таъминлайди. Хусусийлаштиришда янги корхона ўзлик капитали улушларининг инвесторлар томонидан сотиб олиш нархини бизнеснинг қиймати тушунчаси орқали белгилаш, хусусан паст ликвидли ва реал бозор қиймати паст бўлган активларни бухгалтерия ҳисобидаги фиксацияланган қийматда белгилашдан воз кечиш керак. Улуший капитал хорижий инвесторга таклиф қилинишидан олдин корхона молиявий ҳисоботнинг халқаро стандартларига тўлиқ ўтган бўлиши лозим.

8. Ўзбекистон корхоналарини хусусийлаштиришда депозитар тилхатлар орқали хорижий инвестицияларни жалб қилиш учун, депозитар тилхатлар билан профессионал шуғулланувчи кастодиан банклари фаолиятини ташкил қилиш, уларнинг хорижий депозитарийлар билан ҳамкорлик қилишининг ҳуқуқчилик асосларини вужудга келтириш лозим. Тижорат банклари каби йирик эмитентларда хусусийлаштириш жараёнларини яқунлаш ёки давлат улушини оптималлаштиришни икки босқичда амалга ошириш таклиф қилинади: SPO дастури ёрдамида давлат улушини тўлиқ ёки қисман сотиш ва IPO дастурлари ёрдамида янги эълон қилинган акцияларни оммавий

жойлаштириш. Ўзбекистон Республикасининг ягона миллий баҳолаш стандартига хусусийлаштирилаётган корхоналар йирик назорат пакетини хорижий инвесторга сотишда мукофот тариқасида нархидан чегирма бериш мумкинлиги юзасидан ўзгартириш киритиш таклиф қилинади.

9. Хусусийлаштиришнинг дастлабки босқичларида эмитентнинг инвестицион жозибadorлигини оширишга қаратилган молиявий барқарорлаштириш ва рентабеллик кўрсаткичларини ошириш бўйича ривожлантириш стратегиясини амалга ошириш жараёнига бошчилик қиладиган корпоратив бошқарув ва назорат органлари аъзолари меҳнатини қуйидаги 2 компонентли схемада тақдирлаш таклиф қилинади:

а) ҳар чорак натижаси бўйича бизнес-режа асосий кўрсаткичларининг бажарилгани учун топ-менежмент тоифасига тенглаштирилган ҳолда хизмат ҳақи тўлаш;

б) йил натижасига кўра, режадан ортиқ олинган соф фойданинг олдиндан белгиланган улушини мукофот тарзида бериш.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ
№DSc.20/13.05.2020.I.23.01, ПРИ АКАДЕМИИ ГОСУДАРСТВЕННОГО
УПРАВЛЕНИЯ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

**АКАДЕМИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ ПРИ
ПРЕЗИДЕНТЕ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

МАМАТОВ БАХРОМЖОН ШАВКАТ УГЛИ

**РАСШИРЕНИЕ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ В
ПРОЦЕСС ПРИВАТИЗАЦИИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ
СОБСТВЕННОСТИ В УЗБЕКИСТАНЕ**

08.00.07 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

Ташкент – 2021

Тема диссертации доктора философии зарегистрирована в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан под номером B2020.4.PhD/Iqt581.

Диссертация выполнена в Академии государственного управления при Президенте Республики Узбекистан.

Автореферат диссертации доступен на трех языках (узбекский, русский, английский (резюме)) на сайте Ученого совета (www.dba.uz) и на Информационно-образовательном портале «Ziyonet» (www.ziyonet.uz).

Научный руководитель: **Хамидулин Михаил Борисович**
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: **Хайдаров Низамиддин Хамраевич**
доктор экономических наук, профессор

Хошимов Элмурод Абдусатторович
кандидат экономических наук, доцент

Ведущая организация: **Ташкентский государственный экономический университет**

Защита диссертации состоится на заседании Научного совета по присуждению ученых степеней DSc.20/13.05.2020.I.23.01 при Академии государственного управления при Президенте Республики Узбекистан «_____». _____ 2021 года в _____ часов (Адрес:100066, г.Ташкент, улица И. Каримова, дом №45. Тел.: (99871) 232-60-47; факс: (99871) 239-17-83; e-mail: info@dba.uz

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Академии государственного управления при Президенте Республики Узбекистан (зарегистрирован под номером _____). (Адрес:100066, г.Ташкент, улица Исмола Каримова, 45. Тел.: (99871) 232-60-47). факс: (99871) 239-17-83; e-mail: info@dba.uz

Автореферат диссертации разослан «_____» _____ 2021 года.
(протокол реестра рассылки № _____ от «_____» _____ 2021 года).

Ш.А. Тошматов

Председатель научного совета по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

А.Х. Исламкулов

Секретарь научного совета по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, доцент

Д.Н. Рахимова

Председатель научного семинара при Научном совете по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и необходимость темы диссертации. Во всем мире принимается ряд мер для достижения структурных изменений в экономике за счет привлечения иностранных инвесторов для приватизации государственных предприятий. Достигается организация производства на основе современных требований, обеспечение широкого участия иностранных инвесторов в трансформации предприятий с государственным участием, увеличение доли частных собственников при снижении доли государства. В частности, анализ доли собственников в компаниях, прошедших листинг фондовой биржи на международной арене, показывает, что «доля государства в Австралии составляет 4%, доля иностранных инвесторов - 31%, в Японии это соотношение составляет 5/30 и 1/41 в Нидерландах»¹.

Проводится множество исследований по применению современных стандартов корпоративного управления в мире для повышения привлекательности государственных предприятий для иностранных инвесторов, расширению привлечения иностранных инвесторов путем приватизации государственных предприятий по всему миру путем выпуска депозитарных расписок и размещения их на мировых фондовых биржах, предоставлению скидок крупным покупателям при определении отпускной цены акций государственных предприятий, использованию инвестиционных тизеров для привлечения иностранных инвестиционных банков и фондов в качестве потенциальных инвесторов в процесс приватизации государственных предприятий.

В Стратегии действий на 2017-2021 годы в Узбекистане определено «дальнейшее расширение приватизации государственной собственности, сокращение участия государства в уставных фондах хозяйствующих субъектов, активное привлечение в отрасли экономики и регионы страны иностранных, прежде всего, прямых иностранных инвестиций»². Выполнение этой задачи делает развитие практики привлечения иностранных инвесторов к процессам приватизации государственной собственности одной из актуальных проблем современности.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит выполнению задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан №УП-6096 «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов» от 27 октября 2020 года, №УП-5552 «О дополнительных мерах по упрощению процедур реализации субъектам предпринимательства объектов государственной собственности и прав на земельные участки» от 17 января

¹ De La Cruz, A., Medina, A., & Tang, Y. (2019). Owners of the World has Listed Companies, *OECD Capital Market Series*, Paris. <https://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies>.

²Указ Президента Республики Узбекистан №УП-4947 от 7 февраля 2017 года «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан». Сборник законодательных актов Республики Узбекистан, 11.12.2019 г., 06/19/5892/4134.

2019 года, №УП-5666 «О дополнительных мерах по эффективному использованию объектов государственной собственности» от 19 февраля 2019 года, в постановлении №ПП-4265 «О мерах по дальнейшему реформированию и повышению инвестиционной привлекательности химической промышленности» от 3 апреля 2019 года, а также в других нормативных документах, относящихся к данной сфере.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий “Духовно-нравственное, культурное развитие демократического и правового государства, формирование инновационной экономики”.

Степень изученности проблемы. Исследования по привлечению иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности проводили зарубежные ученые Л. Абалкин, Р. Бердиев, А. Элмурзаев, А. Городецкий, Р. Нуреев, Э. Савас, Э. Склар, Х. Сото, В. Тамбовцев, У. Шарп, Ю. Швирков, А.Шулус, Л.Якобсон.³

В научных работах местных ученых Ш. Ахмаджанова, И. Бутикова, Д. Рустамовой, А. Собирова, А. Хакимова, М. Хамидулина, В. Чжена, Қ. Юлдошева, Н. Хайдарова, Э. Хошимова, Д. Газибекова, прямо и косвенно, исследовались приоритеты привлечения иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности.

Несмотря на научно-исследовательскую работу, проводимую в рамках данной темы, и проведенные научно-теоретические изыскания, вопросы расширения привлечения иностранных инвесторов в процесс приватизации государственной собственности не были в полной мере всесторонне и системно изучены. Данная ситуация определяет уровень актуальности разрабатываемых предложений и рекомендаций в области научно-практических проблем, изучаемых в диссертационной работе, и их устранения.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего образовательного учреждения, где была выполнена данная диссертация. Данное диссертационное исследование выполнено в связи с

³Абалкин, Л.И. (2007). Стратегический ответ России на вызовы нового века; Бердиев Р.Б. Роль приватизации в привлечении иностранных инвестиций: на материалах Республики Таджикистан. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук.– Душанбе, 2006. – 26с.; Элмурзаев А.Э. Приватизация в России и за рубежом: сравнительный анализ. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Москва, 2006. – 28с.; Городецкий, А.Е. (2017). Некоторые аспекты экономической теории государства. В серии «Научные доклады Института экономики РАН». – М.: Институт экономики РАН; Нуреев, Р.М. (2005). Теория общественного выбора. – М.: ГУ-ВШЭ, 6; Savas, E.S. (1987). Privatization: the key to better government (Chatham House: Chatham, NJ); Sclar, E. (2001). You do not always get what you pay for: The economics of privatization. Cornell University Press; De Soto, H. (2000). The mystery of capital: Why capitalism triumphs in the West and fails everywhere else. CivitasBooks; Тамбовцев, В.Л. (1997). Государство и переходная экономика: пределы управляемости; [Sharpe](#) W. Investment. PrenticeHall, 1995. – P.1058; Швирков Ю.М. (2007). Государственное индикативное планирование: теория, история, современная практика; Shulus, A.A. (1995). Constructing a New Political Process: The Hegemonic Presidency and the Legislature, 28 J. Marshall L. Rev. 787 (1995). TheJohnMarshallLawReview, 28(4), 3; Якобсон Л.И. Основы теории государственных финансов: Учебник для вузов. – М.: Аспект Пресс, 1996.

планом научно-исследовательской работы Академии государственного управления при Президенте Республики Узбекистан.

Целью исследования является разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на расширение участия иностранных инвесторов в процессе приватизации государственной собственности.

Задачи исследования состоят в следующем:

характеристика теоретических и правовых основ привлечения иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности;

критический анализ и оценка экономической сущности иностранных инвестиций и особенностей льгот, создаваемых для инвесторов;

изучение будущих направлений, оценивая институциональные основы и тенденций приватизации государственной собственности;

оценка существующего механизма привлечения иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности, систематизация существующих проблем;

изложение авторских подходов к совершенствованию существующего механизма в Узбекистане на основе передовых практик привлечения иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности;

разработка предложений и рекомендаций по расширению привлечения иностранных инвесторов на приватизируемые предприятия с международных рынков капитала.

В качестве **объекта исследования** выбран механизм привлечения иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности.

Предметом исследования является комплекс финансовых отношений, возникающий в процессе приватизации государственной собственности при расширении привлечения иностранных инвесторов.

Методы исследования. В процессе диссертационного исследования используются методы группировки, сравнения, обработки, анализа и синтеза, сравнительного анализа, экономико-математического и корреляционно-регрессионного сбора статистических данных.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

научно обоснована необходимость привлечения иностранных инвесторов в процесс приватизации путем предоставления инвестиционных налоговых кредитов в развитие инвестиционного сотрудничества с иностранными инвестиционными банками и фондами;

научно обоснована целесообразность эмиссии депозитарных расписок и их размещения на мировых фондовых биржах для привлечения иностранных инвесторов на приватизируемые государственные предприятия;

научно обоснована необходимость использования системы «хедхантер» при формировании наблюдательных советов хозяйствующих субъектов с целью расширения широкого участия иностранных инвесторов в приватизации;

доказано, что использование инвестиционных тизеров для привлечения иностранных инвестиционных банков и фондов в качестве потенциальных инвесторов в процесс приватизации государственных предприятий служит привлечению иностранных инвесторов.

Практические результаты исследования следующие:

предложена необходимость предоставления инвестиционных налоговых кредитов иностранным инвестиционным банкам и фондам в процессе привлечения иностранных инвесторов к приватизации;

эмиссия депозитарных расписок приватизированными государственными предприятиями и их размещение на мировых фондовых биржах научно обоснованы как фактор привлечения иностранных инвесторов;

доказана приемлемость привлечения иностранных инвесторов к процессу приватизации путем использования системы «хедхантер» при формировании наблюдательных советов хозяйствующих субъектов;

обоснована методика распространения инвестиционного тизера потенциальным инвесторам как важного аналитического показателя финансовых результатов хозяйствующих субъектов по привлечению инвесторов к приватизации государственной собственности.

Достоверность результатов исследования. Достоверность научных результатов, полученных в диссертационном исследовании, объясняется целесообразностью подходов и методов в работе, тем фактом, что база данных получена из официальных источников, а также сделанные выводы, предложения и рекомендации внедрены в практику, полученные результаты подтверждены компетентными организациями.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость исследовательской работы объясняется тем, что разработанные предложения служат совершенствованию теоретических и организационно-методических аспектов привлечения иностранных инвесторов к процессу приватизации государственной собственности на основе опыта международной практики.

Практическая значимость выводов исследования объясняется тем, что разработанные научные предложения и практические рекомендации могут быть использованы при разработке программ и перспективных планов по привлечению иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности, а также при подготовке учебно-методических пособий.

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по расширению привлечения иностранных инвесторов к процессу приватизации государственной собственности в Узбекистане:

предложение о предоставлении инвестиционных налоговых кредитов иностранным инвестиционным банкам и фондам в процессе привлечения иностранных инвесторов к процессу приватизации государственной собственности было использовано в процессе разработки Закона Республики Узбекистан №ЗРУ-598 “Об инвестициях и инвестиционной деятельности”

(Справка Обращение № 5 Комитета по противодействию коррупции и судебно-правовым вопросам Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 6 марта 2020 года). В результате, в статье 35 Закона налоговый кредит - это форма изменения налогового срока, которая обогащается тем, что инвестору предоставляется возможность поэтапной уплаты суммы кредита;

предложение по расширению привлечения иностранных инвесторов путем приватизации государственных предприятий путем эмиссии депозитарных расписок и размещения их на мировых фондовых биржах было использовано агентством по развитию рынка капитала Республики Узбекистан при разработке "Стратегии развития рынка капитала на 2020-2025 годы".(Справка № 01-02 / 06-177 Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан от 5 февраля 2020 года). В результате товарооборот Ташкентской республиканской фондовой биржи в 2020 году увеличился на 110,6% по сравнению с 2019 годом;

предложение об использовании системы "хедхантер" при формировании структуры наблюдательных советов хозяйствующих субъектов было использовано для развития нормативно-правовой базы широкого применения корпоративного управления хозяйствующими субъектами в Узбекистане и разработки мер по применению норм корпоративного управления в АО "Дехканабадский калийный завод" (Справка Комитета по противодействию коррупции и судебно-правовым вопросам Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан № 5 от 6 марта 2020 г. и АО «Дехканабадский калийный завод» № 01/2135 от 9 июля 2020 г.). В результате итоговый уровень системы корпоративного управления АО «Дехканабадский калийный завод» за 2018 год составил 190 баллов, что на 30 баллов выше, чем в 2017 году;

предложение об использовании инвестиционных тизеров для привлечения иностранных инвестиционных банков и фондов в качестве потенциальных инвесторов в процесс приватизации госпредприятий было использовано при разработке Закона Республики Узбекистан № ЗРУ-598 «Об инвестициях и инвестиционной деятельности» от 25 декабря 2019 г. (Справка № 5 Комитета по противодействию коррупции и судебно-правовым вопросам и Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 6 марта 2020 года). В результате пункт 7 статьи 27 Закона обогащен содержанием развития и диверсификации направлений инвестиционного сотрудничества с иностранными банками, фондами, агентствами и компаниями соответствующего региона на взаимовыгодной основе.

Апробация результатов исследования. Результаты этого исследования обсуждались на 4 республиканских и 2 Международных научно - практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. Всего по теме диссертации подготовлено 13 научных работ, в том числе 8 научных статей опубликованы в научных журналах, рекомендованных к публикации основных научных результатов диссертаций Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан, 3 – в зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Объем диссертации составляет 124 страницы.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

В введении обоснованы актуальность и востребованность, описаны цели и задачи, объект и предмет исследования. Показано их соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Описана научная новизна исследования, практические результаты, раскрыта научная и практическая значимость результатов, приведена информация о внедрении результатов исследования в практику, опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертационной работы **"Теоретические основы привлечения иностранных инвесторов к процессу приватизации государственной собственности"** критически изучены роль и теоретические основы приватизации государственной собственности в экономике, освещены современные тенденции экономического значения привлечения иностранных инвесторов к процессу приватизации, описан передовой зарубежный опыт привлечения иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности.

Приватизация государственной собственности, реформирование отношений собственности, сокращение государственного участия в экономике среди других важных проблем в экономике имеют первостепенное значение.

В научных исследованиях, теоретических и эмпирических исследованиях приватизации такими учеными, как Савас, Эллиот и Склар, было отмечено, что «частные предприятия более эффективны, чем государственные предприятия, потому что они считаются более экономичными, производительность труда высока, а законодательные ограничения низки»⁴.

Приватизация является одной из экономических реформ, направленных на повышение эффективности реального сектора экономики и создание принципиально новой структуры экономической деятельности, что является одним из факторов, повышающих шансы привлечения иностранных инвесторов к этому процессу, достижению целей приватизации.

Президент Республики Узбекистан Ш.Мирзиёев сказал: "Мы также сохраняем государственное участие в тех областях, где в этом нет необходимости. Пока не произошло существенных изменений в управлении

⁴Savas, E.S. (1987). Privatization: the key to better government.,(Chatham House: Chatham, NJ)

государственными предприятиями, повышении эффективности их деятельности, передаче их функций частному сектору."⁵

В международной практике можно выделить два типа приватизации. Первый тип начался во второй половине 70-х годов. Он был реализован в рамках существующей рыночной и конкурентной структуры прошлого века. Второй тип начал использоваться в конце 20 века при переходе от централизованной экономики к рыночной.

Таблица 1
Рейтинг ведущих стран мира по реализации программ приватизации⁶

Абсолютный рейтинг приватизации		Относительный рейтинг приватизации	
Страны	млрд. долл.США	Страны	Отношение к ВВП, в %
Франция	98,2	Словакия	13,5
Италия	69,6	Чехия	9,2
Германия	65,0	Финландия	8,7
Япония	33,2	Исландия	8,6
Турция	25,0	Венгрия	6,9
Нидерланды	23,1	Греция	4,8
Австралия	20,0	Турция	4,7
Англия	18,4	Португалия	4,4
Финландия	18,3	Франция	4,4
Швеция	16,0	Польша	4,3

Согласно таблице 1, общая стоимость программ приватизации в Финляндии составила 8,7 процента ВВП. Программы приватизации последовательно реализуются во Франции, Италии, Германии и Японии. Поскольку эти страны прочно интегрированы в мировой инвестиционный рынок, целесообразно использовать их богатый опыт в создании возможностей для расширения привлечения иностранных инвесторов к процессу приватизации государственной собственности в Узбекистане.

Программы приватизации, реализуемые в мире, финансировались с помощью специализированных институтов рынка капитала. Практика привлечения инвестиционных средств к приватизации широко используется странами по всему миру. Мы проанализируем этот процесс на основе следующих данных на 1- рисунке ниже.

⁵Выступление президента Республики Узбекистан на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам реформы предприятий с государственным участием и приоритетным задачам в этом направлении от 11 декабря 2019 года // <https://president.uz/uz/lists/view/3130>

⁶ Privatization in the 21st Century: Recent Experiences of OECD Countries Report on Good Practices January 2009

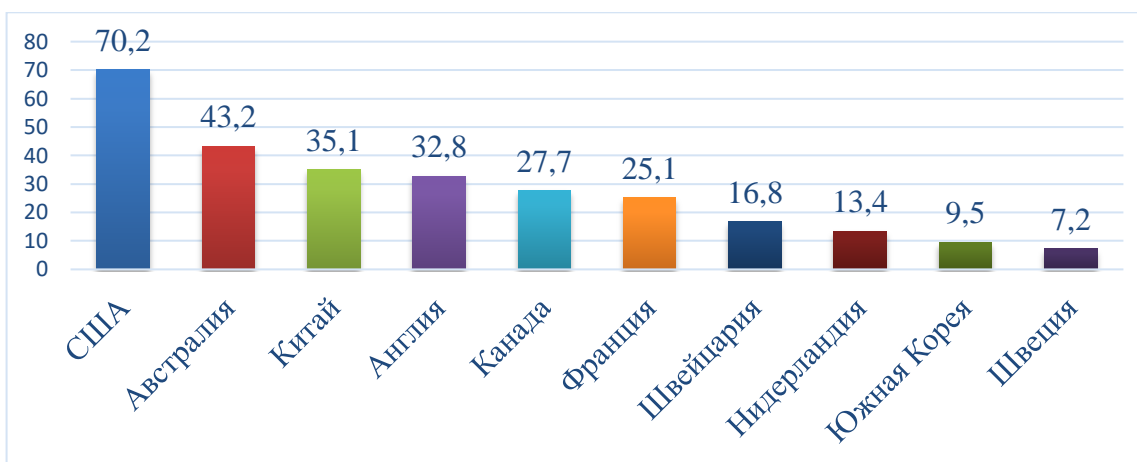


Рисунок 1. Вложения инвестиционных фондов в приватизацию и инфраструктуру, млрд долларов⁷

Согласно рисунку 1, инвестиционные фонды в США лидируют в инвестициях в приватизацию и инфраструктуру в размере 70,2 миллиарда долларов, в то время как такие страны, как Южная Корея и Швеция, инвестировали 9,5 миллиарда и 7,2 миллиарда долларов, соответственно.

Вторичный рынок ценных бумаг считается важным в успешном осуществлении трансформации государственных предприятий, привлечении стратегических иностранных инвесторов к реализации экономических реформ, направленных на среднесрочные перспективы в Узбекистане. По состоянию на 1 января 2021 года номинальная стоимость акций, принадлежащих государству, составляет 127 трлн. 594 млрд. сумов⁸.

По мнению автора, наличие вторичного фондового рынка, на котором ценные бумаги регулярно котируются и имеют высокий уровень капитализации, способствует расширению привлечения стратегических инвесторов на первичный рынок ценных бумаг.

Зарубежный опыт показывает, что без фонда коллективных инвестиций вторичный рынок ценных бумаг не может быть эффективно развит. Согласно анализу, в промышленно развитых странах инвестиционные фонды, страховые компании, банки и пенсионные фонды являются инвестиционными тизерами на фондовом рынке, и около 10 трлн долларов направляется на покупку акций госпредприятий.

В Узбекистане участие портфельных инвестиционных фондов на фондовом рынке остается низким. Это можно увидеть на 2-рисунке ниже.

⁷Annual privatization report: transportation finance 2019. Reason Foundation.

⁸ Итоги деятельности государственного предприятия «Центральный депозитарий ценных бумаг» в 2020 году. <http://www.deponet.uz/page/itogi-deyatelnosti-gosudarstvennogo-predpriyatiya-centralnyy-depozitariy-cennyh-bumag-za-2020-g>

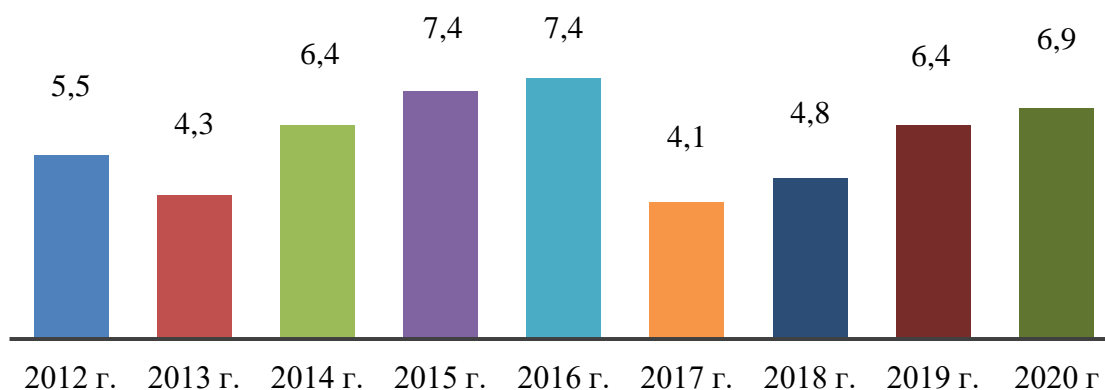


Рисунок 2. Изменения в портфеле инвестиционных фондов, млрд сум⁹.

Согласно рисунку-2, портфель инвестиционных фондов в 2012 году составил 5,5 млрд сумов, а в 2020 году - 6,9 млрд сумов. Это связано с тем, что, несмотря на совершенствование законодательной базы и инфраструктуры фондового рынка Узбекистана, отсутствуют институциональные инвесторы, выполняющие такие функции, как коллективное инвестирование, андеррайтинг, маркет мейкинг.

Инвестиционные фонды в стране не имеют достаточных профессиональных навыков и финансовых активов для реализации программ трансформации государственных предприятий. Поэтому при привлечении иностранных инвесторов к процессу приватизации целесообразно развивать инвестиционное сотрудничество с иностранными инвестиционными банками и инвестиционными фондами путем эмиссии депозитарных расписок.

Вторая глава диссертации посвящена анализу **"Текущее состояние привлечения иностранных инвесторов к процессу приватизации государственной собственности в Узбекистане"**, исследован анализ институциональных основ и тенденций приватизации, проводимой в Узбекистане, проанализировано состояние участия иностранных инвесторов в процессе приватизации, описана методика оценки приватизируемых государственных активов на основе анализа эффективности инвестиций в предприятия государственного и частного секторов и экономико-математического моделирования.

Приватизация в Узбекистане сохранила свой приоритет в экономических реформах. Процесс приватизации проводился в несколько этапов. Но вопрос приватизации представителей крупного бизнеса является одним из актуальных вопросов сегодняшнего дня.

В стране действует 599 акционерных обществ, доля государства в их уставном капитале составляет более 85% от общего акционерного капитала. При сокращении доли государства целесообразно шире использовать привлечение иностранных инвесторов для приватизации. Однако тот факт, что эта ситуация находится не на уровне спроса, был проанализирован на основе данных таблицы 2.

⁹www.deponent.uz – Данные с официального сайта Центрального депозитария ценных бумаг

Таблица 2

Состояние привлечения иностранных инвесторов к приватизации государственной собственности ¹⁰

Годы	Количество приватизированных предприятий и объектов		Поступления от продажи государственных активов		Государственные активы, проданные иностранным инвесторам	
	единица	изменение, %	млрд. сумов	изменение, %	единица	Доля, %
2012	83	-13,5	39,2	69,7	6	7,2
2013	83	0,0	32,1	-18,1	18	21,6
2014	82	-1,2	44,1	37,4	8	9,7
2015	288	251,2	88,2	100,0	11	3,8
2016	848	194,4	103,2	17,0	10	1,1
2017	609	-28,2	164,8	59,7	15	2,4
2018	542	-11,0	228,3	38,5	15	2,7
2019	832	53,5	223,1	-2,3	23	2,7
2020	837	0,6	456,3	104,5	29	3,4

Согласно таблице 3, в 2012-2020 годах 4204 государственных предприятия и объекта были проданы частному сектору за 1 379,3 млрд. сумов. В анализируемые годы государственные активы, проданные иностранным инвесторам приватизированных объектов, составили 135.

По мнению автора, вместо снижения участия государства в экономике из года в год отмечается динамика увеличения доли государства в акционерном капитале. Успех привлечения иностранных инвесторов в существующие предприятия с государственной долей, отдача от инвестиций, с которыми приходят инвесторы, будут иметь решающее значение. Также не будет стимула инвестировать, если не будет прибыли.

Высокий уровень удержания государственных акций не дает возможности привлекать прямые иностранные инвестиции за счет продажи акций. Поэтому финансирование модернизации производства на предприятиях с государственной долей осуществляется только за счет государственных или кредитных средств. Такую ситуацию можно наблюдать на примере предприятий химической промышленности.

¹⁰Расчет автора по данным Агентства по управлению государственными активами.



Рисунок 3. Инвестиции, привлеченные химической промышленностью, в процентном выражении¹¹

86 процентов инвестиций, привлеченных в предприятия системы АО «Узкимесаноат», фактически являются кредитными средствами. Расширение производственных мощностей дехканабадского завода калийных удобрений является одним из проектов, реализуемых за счет иностранных кредитов на основе государственной гарантии. Обязательства АО «Дехканабадский калийный завод» по кредиту, полученному от Эксимбанка (КНР), требуют получения крупных средств с этого предприятия еще в течение 10 лет.

**Таблица 3
График погашения кредита Эксимбанка КНР, в тысячах долларов США¹²**

Показатели	2020 г.	2022 г.	2024 г.	2026 г.	2028 г.	2030 г.	Всего
Эксимбанк	12,6	12,1	11,7	11,2	7,9	7,6	138,1
1-этап	3,2	3,1	3,1	2,8	-	-	27,6
<i>Основной долг</i>	2,7	2,7	2,7	2,73			25,1
<i>Проценты</i>	0,5	0,4	0,2	0,1			2,6
2-этап	9,3	8,9	8,6	8,3	7,9	7,6	110,3
<i>Основной долг</i>	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,3	95,7
<i>Проценты</i>	1,9	1,6	1,3	0,9	0,6	0,3	14,5

В то же время, если бы капитал привлекался в уставный фонд через акции, а не через кредитную задолженность, компания не потеряла бы оборотный капитал на выплату основного долга и сэкономила бы большие деньги на выплате процентов, существенно повысила бы доходность и свою инвестиционную привлекательность. АО «Дехканабадский калийный завод»

¹¹ Разработка автора.

¹² Расчет автора.

специализируется на производстве продукции первой необходимости для сельского хозяйства - основных калийных удобрений, которые выпускаются на внутренний рынок и экспорт. Однако чистая прибыль компании не увеличилась, несмотря на стабильный рост чистых продаж из года в год (рис. 4).

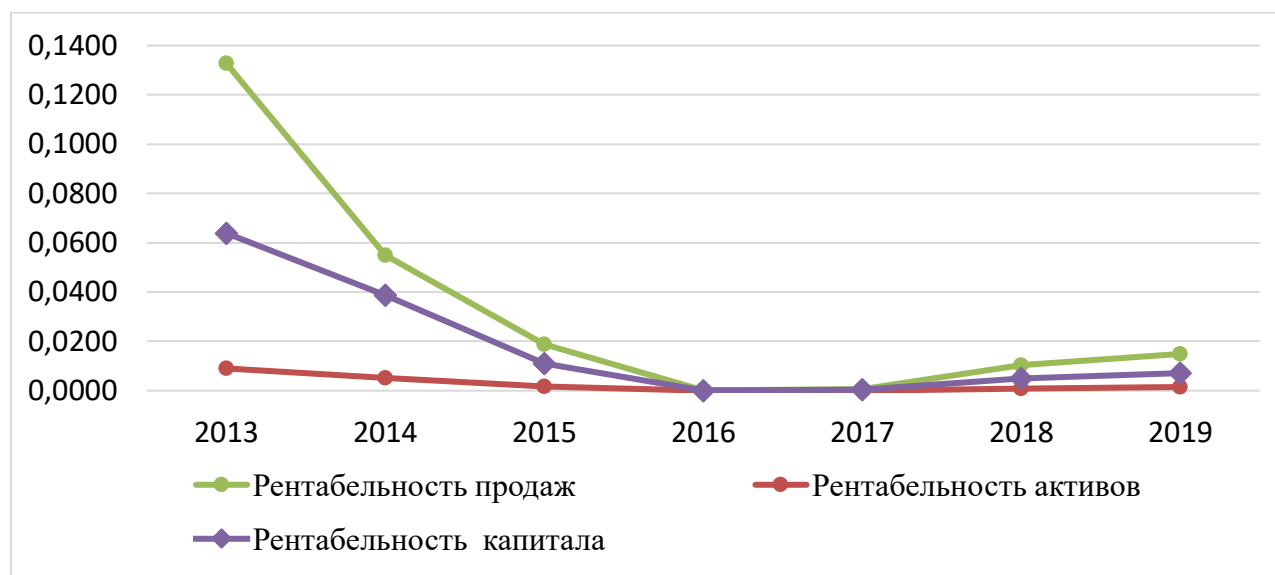


Рисунок 4. Финансовые показатели АО «Дехканабадский калийный завод»¹³

Предприятие было практически лишено текущих активов из-за увеличения долгосрочной дебиторской задолженности, курсовые убытки отрицательно сказались на чистой прибыли предприятия, крупные выплаты по кредитам привели к сокращению наиболее ликвидной части оборотных активов, а процентные ставки по кредитам привели к снижению показателей финансовой устойчивости и эффективности предприятия.

В результате показатели ликвидности компании снизились, что также негативно отразилось на показателях рентабельности. Например, при изучении взаимосвязи между рентабельностью продаж АО «Дехканабадский калийный завод» и коэффициентом краткосрочной ликвидности (рис. 5) обнаружено, что уровень корреляция между ними составила 0,9276.

¹³ Разработка автора.

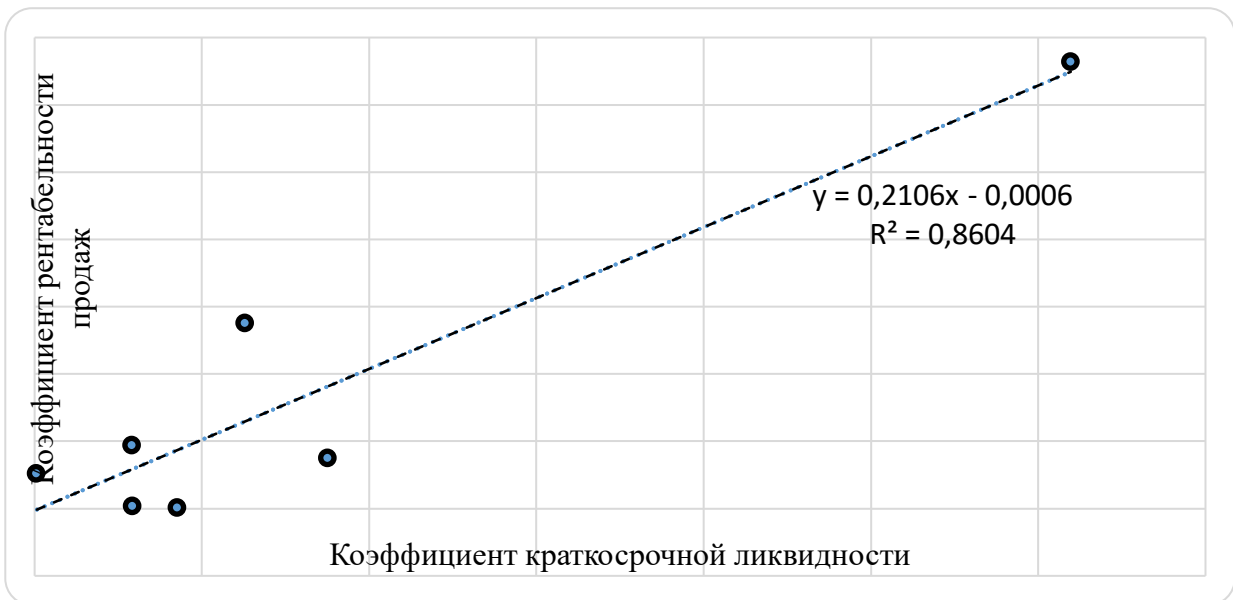


Рисунок 5. Корреляция показателя средней рентабельности продаж АО “Дехканабадский калийный завод” в 2013-2020 годах с коэффициентом краткосрочной ликвидности¹⁴

Снижение ликвидности активов из-за негативных факторов в финансовой деятельности (убытки от выплат по кредитам и курсовые разницы) может привести к дальнейшему углублению проблем. Фактически, из-за нехватки денег 2-этапный проект завода не был полностью завершён, не было завершено строительство источника питания и подвесной дороги, он не был надлежащим образом снабжён сырьём, и в результате основные производственные цехи не могут работать на полную мощность. В то же время амортизационные отчисления рассчитываются для всего основного средства. В результате возможности экспорта продукции предприятия и экономическая эффективность предприятия постепенно снижаются.

Чтобы преодолеть эту негативную ситуацию, необходимо сделать следующее: увеличить уставный капитал предприятия в рамках привлечения иностранных инвесторов к приватизации предприятия и продать новые акции иностранным инвесторам, направить средства, полученные от продажи акций, на покрытие полной или значительной части кредита и обеспечение полного ввода в эксплуатацию производственных мощностей. В результате этих мер предприятие избавится от процентных выплат и увеличит чистую выручку от реализации.

В главе третьей **“Пути расширения участия иностранных инвесторов в процессе приватизации государственной собственности в Узбекистане”** разработаны предложения и рекомендации по вопросам устранения проблем, возникающих при привлечении иностранных инвесторов к практике приватизации государственной собственности, расширения привлечения иностранных инвесторов с международных рынков капитала на предприятия, находящиеся в процессе приватизации.

¹⁴Разработка автора.

В процессе научных исследований проведен сравнительный анализ изменений, произошедших в результате продажи акций предприятий химической промышленности иностранным инвесторам.

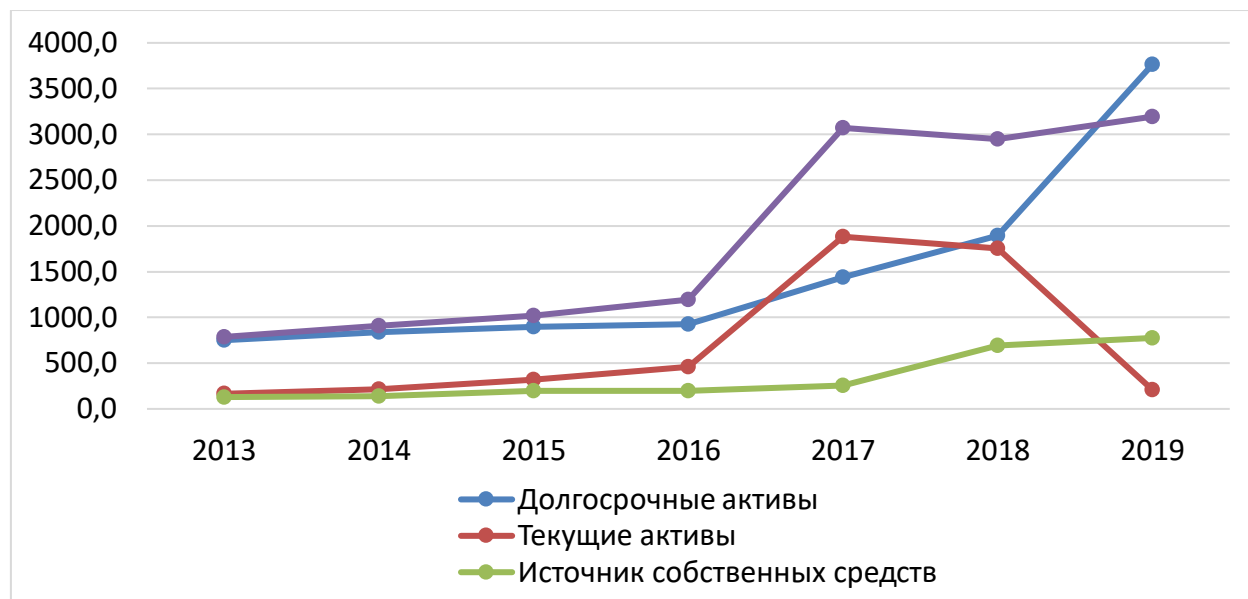


Рисунок 6. Основные показатели деятельности АО «Дехканабадский калийный завод» и АО «Максам-Чирчик», млрд. сум¹⁵

Согласно рис. 6, за счет реализации акций предприятия «Максам-Чирчик» иностранной компании в управленческой деятельности и экономических показателях предприятия произошли изменения. 49% акций общества проданы компании Испании «Maham Corp. International S.L» с условием внесения инвестиций. Чистая прибыль АО «Максам-Чирчик» в 2017 году составила 57,4 миллиардов сумов, а в 2018 году этот показатель повысился до 123,3 миллиардов сумов. Показатели рентабельности в 2017 году составили 9,19%, а в 2018 году – 13,24%. Показатели рентабельности АО «Дехканабадский калийный завод» в 2017 году составили 0,18%, а в 2018 году – 0,1%.

По мнению автора, в системе управления АО «Дехканабадский калийный завод», в частности, в области финансового и инвестиционного менеджмента имеются существенные проблемы, поэтому целесообразно устранить данные проблемы и в процессе поэтапного перехода в корпоративное управление, подобно АО «Максам-Чирчик», наладить двухкомпонентную систему награждения труда членов корпоративного управления и органов контроля: по выполнению бизнес – плана и уровня сверхплановой прибыли, для привлечения иностранных экспертов и специалистов через системы «хендхантер» и открытые конкурсы, а также создания необходимых условий для них.

¹⁵Разработка автора.

Первоочередной задачей при привлечении иностранных инвесторов в процесс приватизации предприятий Узбекистана является справедливое управление предприятием. Оценка доли в бизнесе может быть осуществлена по методу расходов (чистые активы) и методу прибыли (соотношение годовой прибыли к ставке минимальной прибыльности) в соответствии с единым национальным оценочным стандартом Республики Узбекистан².

Для таких случаев, как заметное превосходство обязательств по отношению к чистым активам в Едином национальном оценочном стандарте Республики Узбекистан, как у «Дехканабадский калийный завод», можно провести оценку по методу чистых активов простых акций бизнеса, капитал которого состоит из простых акций и обязательств. Однако этот метод можно будет применять не в любой ситуации. Так, его нельзя применять при оценке леверажных предприятий (пункт № 225). Вместе с тем, в пункте №18 приложения №1 данного стандарта отмечено, что при отсутствии рыночной информации определено, что рассчитывается премия за наличие элементов контроля. Так, при продаже 100% акции, кроме стоимости его оценки, предусмотрено определение надбавки в размере 25% от данной стоимости. Определение надбавок, кроме стоимости оценки, может навредить темпам процессов приватизации.

По мнению автора, премию за продажу акций приватизируемых государственных предприятий иностранным инвесторам целесообразно давать не продавцу, а покупателю. То есть, при приватизации государственных активов необходимо ввести исключения: при продаже большого контрольного пакета предлагается дать премию не продавцу, а инвестору. На основе авторских подходов предлагается определить реализационную стоимость акций приватизируемых предприятий: I значение общих инвестиций, которые должен израсходовать инвестор при приобретении f -процента всех акций предприятия со ставкой LIBOR в i условиях:

$$I = \frac{CF}{i} \times f \times (1 - 0.25 \times f)(1)^{16}$$

Так, размер инвестиций, требуемых при приобретении инвестором доли в промежутке от 0 до 100 процентов акций предприятия, при LIBOR- ставке 0,03 (значение ставки, ожидаемой на следующий год в результате анализа динамики изменений ставок за последние 7 лет и ее экстраполяции в будущее) и чистой прибыли предприятия \$560000 (финансовые результаты АО «Дехканабадский калийный завод» за последний год с курсом сума по отношению к доллару) будет следующим (7-рис.).

¹⁶Разработка автора на основе результатов исследования

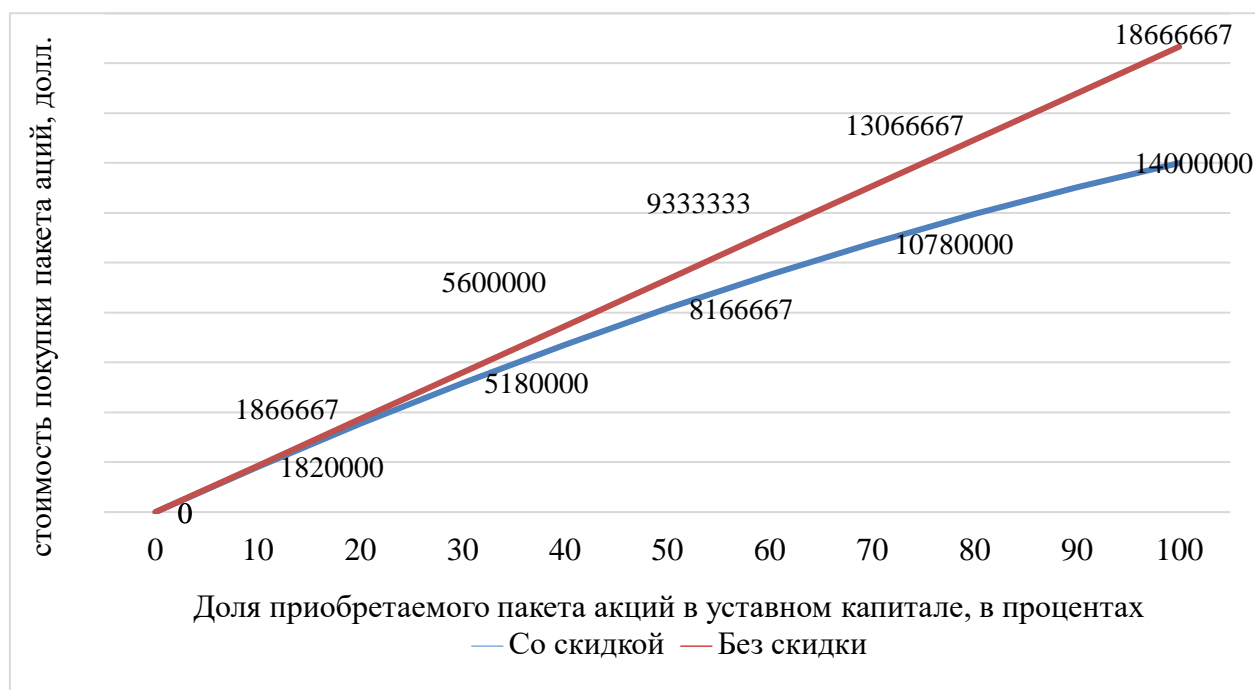


Рисунок 7. Стоимость покупки доли АО «Дехканабадский калийный завод», тыс.долл.США¹⁷

Как видно из графика **стоимости покупки доли АО «Дехканабадский калийный завод»**, инвестиционная привлекательность акций, реализуемых с премиальной скидкой, заметно выше. Потому что, если прибыльность пакетов с малым процентом 3% (Либорный уровень), то прибыльность 100%-ного пакета будет на уровне 4%. Данное обстоятельство может иметь большое значение не только для стратегических инвесторов, но и для инвесторов с крупным портфелем и повысить возможность привлечения известных иностранных андеррайтеров в приватизационные процессы. И наоборот, продажа 100 %-ного пакета с 25%-ной надбавкой снижает инвестиционную привлекательность акций, при этом их прибыльность снижается до 2,4%. В результате привлекательность пакета акций для инвесторов сходит на нет.

В успешном осуществлении работ в области выведения из государственного владения и приватизации ряда предприятий с привлечением иностранных инвесторов большое значение имеет вторичный рынок ценных бумаг в Республике. Торговый оборот Ташкентской Республиканской фондовой биржи в 2018 году составил всего 0,14 процентов по отношению в ВВП, когда как данный показатель развитых стран составил 200-300 процентов, а в России и Казахстане-от 80—до 110 процентов.

В промежутке 2015-2020 годов государственная доля в акционерном капитале повысилась в 13,2 раза. За данный период торговый оборот Ташкентской Республиканской биржи увеличился в 3,8 раза. Объем

¹⁷Разработка автора.

государственной доли в акционерном капитале по итогам 2020 года составил 127594,8 млрд сумов. Объем торговли в Ташкентской Республиканской фондовой бирже составил 578,2 млрд сумов за 12 месяцев 2020 года, это приводит к заключению о том, что торговый оборот Ташкентской Республиканской фондовой биржи недостаточен для ускорения процессов приватизации в Узбекистане, продажи пакетов акции под владением государства частному сектору.

Таблица 4

Анализ состояния рынка ценных бумаг Республики Узбекистан¹⁸

Годы	Весь объем капитала (млрд сумов)	Изменение всего капитала (млрд сумов)	Объем государственной доли (млрд сумов)	Изменение государственной доли (млрд сумов)	Торговый объем Фондовой биржи (млрд сумов)	Изменение торгового объема Фондовой биржи (млрд сумов)
2015	16 472,8	3 747,2	9 855,2	2 721,9	161,0	14.6
2016	30 463,5	13 990,6	21 830,4	11 975,0	299,8	138.8
2017	48 631,7	18 168,2	38 039,8	16 209,2	298,6	-0.2
2018	59 439,4	10 807,6	47 371,8	9 331,1	687,3	388.6
2019	99 209,7	39 770,3	74559,2	27187,4	438,8	-248,5
2020	149 502,6	50 292,5	127 601,1	53 041,2	578,1	140,7

По причине недостаточности торгового оборота Ташкентской Республиканской фондовой биржи, сегодня предлагается механизм привлечения иностранных инвесторов в реальный сектор экономики путем организации международного оборота акций с выпуском депозитарных расписок акциям местных эмитентов.

Реализация в иностранных фондовых биржах государственной доли путем выпуска депозитарных расписок процесс вполне осуществимый. Национальная атомная компания Казахстана «JSC NAC Kazatomprom» путем выпуска депозитарных расписок разместила свои 38,4 миллиона акций, стоимостью 11,6 долларов США в эквиваленте 451,3 миллиона долларов в Лондонской фондовой бирже. Данный пакет акций составил 15% всего акционерного капитала¹⁹.

Для вывода акций приватизируемых предприятий на фондовые рынки зарубежных стран, обеспечения выдачи им депозитарных расписок нужно воспользоваться услугами кастодианских банков, которые открывают взаимные расчетные счета, организуют депозитарные связи между

¹⁸www.deponent.uz – Данные официального веб-сайта центрального депозитария ценных бумаг

¹⁹www.kazatomprom.kz – «JSC NAC Kazatomprom» официальный сайт национальной атомной компании.

фондовыми рынками в разных странах и упрощают перевод ценных бумаг в расчетные счета вкладчиков.

По мнению автора, в расширении привлечения иностранных инвесторов в процесс приватизации государственной собственности целесообразно осуществить последовательность мероприятий в следующем алгоритме:

а) перед приватизацией государственное предприятие полностью переводится на международные стандарты финансовой отчетности;

б) определение стоимости приватизации предприятия на основе прибыльности, ликвидности и реальной рыночной стоимости активов и пассивов;

в) установление двухкомпонентной системы премирования, предложенной автором, при формировании корпоративного управления и органов контроля с приватизацией предприятия;

г) распространение потенциальным инвесторам инвестиционного тизера, включающего важные показатели анализа результатов годовой и квартальной деятельности;

д) создание правовых основ кастодианских банков, профессионально занимающихся депозитарными расписками и организация их деятельности, укрепление института инвестиционных консультантов, занимающихся разработкой и реализацией концепции программ IPO и SPO, адаптированных к приватизационным процессам;

е) реализация при помощи программы SPO части государственных пакетов акций, появившихся в результате первичного акционирования в крупных эмитентах с удовлетворительными показателями стабильности и рентабельности;

ж) эмиссия вновь объявленных акций с оптимизированными государственными долями предприятий при помощи программы SPO и массовое размещение их с помощью программы IPO;

з) индивидуальное изучение вопроса о целесообразности сохранения государственной доли в предприятиях, которые стали государственными миноритарными акционерами в результате реализации программ IPO.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках данного диссертационного исследования были сделаны следующие выводы:

1. Приватизация является одной из основных экономических реформ, направленных на повышение эффективности реального сектора экономики и создание принципиально новой структуры экономической деятельности, при этом вовлечение иностранных инвесторов в этот процесс позволяет достичь целей приватизации, таких как выход хозяйствующих субъектов на мировые рынки. В то же время, чтобы привлечь иностранных инвесторов, необходимо

внедрить международные стандарты финансовой отчетности на приватизированных предприятиях.

2. Пример Китая, Сербии, Венгрии и Польши показал, что привлечение иностранного капитала к приватизации может не только привлечь дополнительное финансирование, но и создать условия для внедрения более эффективных процессов управления и производства. А такие страны, как Сингапур, благодаря опоре на иностранных инвесторов превратились из импортозависимых стран в страну с развитой экономикой и новыми инновационными отраслями, а также высокотехнологичным производством.

3. Инвестиционные технологии для привлечения иностранных инвесторов, такие как депозитарные расписки и программы IPO и SPO, которые вообще не используются или редко используются на узбекском рынке капитала, широко используются в зарубежной практике. Устойчивое и долгосрочное привлечение инвестиций крупных институциональных инвесторов, специализирующихся на рыночных инструментах портфельных инвестиций, а не прямых инвестиций через депозитарные расписки, может привлечь капитал с международного фондового рынка, не дожидаясь выхода иностранного инвестора на национальный рынок посредством IPO и SPO программы. Однако потенциал этих инструментов для процесса приватизации в Узбекистане совсем не использовался. В то же время национальные стандарты оценки могут снизить покупательную способность акций приватизированных государственных предприятий.

4. На примере коммерческих банков Узбекистана показатели рентабельности хозяйствующих субъектов были относительно низкими в случаях высокой доли государства. В то же время сокращение доли государства в результате приватизации может привести к увеличению показателей рентабельности в них, следовательно, и причиной повышения инвестиционной привлекательности в глазах иностранных инвесторов.

5. После серии кризисов, корпоративных скандалов и банкротств на финансовых рынках развивающихся стран возрастают требования инвесторов к принятию дополнительных мер по снижению инвестиционных рисков и улучшению защиты законных интересов акционеров. Может быть полезным привлечение специалистов, которым могут доверять иностранные инвесторы, которые могут изучать качество системы корпоративного управления в качестве независимого эксперта с помощью системы «хедхантер» и открытых конкурсов.

6. Рассылка потенциальным инвесторам инвестиционных тизеров, содержащих важные показатели анализа годовых и квартальных результатов деятельности с целью повышения инвестиционной привлекательности акционерных обществ с участием государственной доли в Узбекистане, а также доверия инвесторов к ним,

7. В соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности отчетная информация должна отражать фактическую стоимость как активов, так и обязательств, что гарантирует получение пользователем фактической стоимости компании. При приватизации новому предприятию следует отказаться от определения покупной цены акций инвесторами с помощью концепции стоимости бизнеса, в частности определения активов с низкой ликвидностью и низкой реальной рыночной стоимостью в фиксированной стоимости на бухгалтерском счете. Прежде чем долевой капитал будет предложен иностранному инвестору, предприятие должно полностью соответствовать Международным стандартам финансовой отчетности.

8. Для привлечения иностранных инвестиций через депозитарные расписки при приватизации предприятий Узбекистана необходимо организовать деятельность банков-кастодианов, профессионально занимающихся депозитарными расписками, создать правовую основу для их сотрудничества с иностранными депозитариями. В крупных эмитентах, таких как коммерческие банки, предлагается завершить процесс приватизации или оптимизировать долю государства в два этапа: полная или частичная продажа государственной доли по программе SPO и массовое размещение вновь объявленных акций с использованием программ IPO. Предлагается внести поправки в Единый национальный стандарт оценки Республики Узбекистан, чтобы приватизированные предприятия могли предлагать скидки в качестве вознаграждения за продажу крупного контрольного пакета акций иностранному инвестору.

9. На начальных этапах приватизации предлагается наградить работу членов органов корпоративного управления и контроля, возглавляемых процессом реализации стратегии развития по финансовой стабилизации и повышению показателей прибыльности, направленной на повышение инвестиционной привлекательности эмитента, по следующей 2-компонентной схеме:

а) оплата услуг, приравненных к категории топ-менеджмента за выполнение ключевых показателей бизнес-плана по итогам каждого квартала;

б) по итогам года предоставить заранее определенную долю чистой прибыли, полученной сверх плана, в виде вознаграждения.

**SCIENTIFIC COUNCIL DSc.20/13.05.2020. I.23.01 FOR THE AWARD OF
SCIENTIFIC DEGREES AT THE ACADEMY OF PUBLIC
ADMINISTRATION UNDER THE PRESIDENT OF THE REPUBLIC OF
UZBEKISTAN**

**THE ACADEMY OF PUBLIC ADMINISTRATION UNDER THE
PRESIDENT OF THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN**

MAMATOV BAKHROMJON SHAVKAT UGLI

**EXPANDING THE ATTRACTION OF FOREIGN INVESTORS IN THE
PROCESS OF PRIVATIZATION OF STATE PROPERTY IN
UZBEKISTAN**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

**DISSERTATION ABSTRACT
of the doctor of philosophy (PhD) in economic sciences**

Tashkent – 2021

The theme of the dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) was registered at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan under No. B2020.4.PhD/Iqt581.

The dissertation has been prepared at the Academy of Public administration under the President of the Republic of Uzbekistan.

The dissertation abstract is posted in three languages (Uzbek, Russian, and resume in English) on the website of the Scientific Council (www.dba.uz) and on Information and educational portal "Ziyonet" (www.ziyonet.uz).

Scientific supervisor: **Khamidulin Mikhail Borisovich**
Doctor of Economic Sciences, Professor

Official opponents: **Khaydarov Nizamiddin Khamrayevich**
Doctor of Economic Sciences, Professor

Khoshimov Elmurod Abdusattorovich
Doctor of Economic Sciences, Associate professor

Leading organization: **Tashkent State University of Economics**

The defense of the dissertation will take place on «___» _____ 2021 at _____ at the meeting of the Scientific Council No. DSc.20/13.05.2020.I.23.01 for the award of scientific degrees at the Academy of Public administration under the President of the Republic of Uzbekistan. (Address: 100066, I.Karimov Str.,45 Tashkent. Phone: (99871) 232-60-47, Fax: (998971) 239-17-83; e-mail: info@dba.uz).

The dissertation can be reviewed at the Information Resource Center of the Academy of Public administration under the President of the Republic of Uzbekistan (registered under No.____). (100066, I. Karimov Str.,45 Tashkent, Phone: (99871) 239-17-83).

The dissertation abstract was distributed on «_____» _____2021.
(mailing report No. _____ as of «_____» _____ 2021).

Sh.A. Toshmatov

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

A.Kh. Islamkulov

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

D.N. Rakhimova

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

RESUME (abstract of PhD dissertation)

The aim of the study is to develop scientific proposals and practical recommendations that aimed to expand the involvement of foreign investors in the process of privatization of state property.

As the object of the research work there selected a mechanism for attracting foreign investors to the privatization of state property.

Scientific novelty of the research work is that there:

it is substantiated the need to involve foreign investors in the privatization process through the provision of investment tax credits in order to develop investment cooperation with foreign investment banks and funds;

it is substantiated scientifically that expediency of issuing depositary receipts and placing them on world stock exchanges in attracting foreign investors to privatized state-owned enterprises;

it is justified scientifically that the need to use the “head hunter” system in the formation of the supervisory boards of economic entities in order to expand the broad involvement of foreign investors in privatization;

it is proved that the use of investment teasers in attracting foreign investment banks and funds as potential investors to the process of privatization of state-owned enterprises in order to fascinate foreign investors.

Implementation of research results. On the basis of scientific results, the obtained to expand the involvement of foreign investors in the process of privatization of state property in Uzbekistan:

the proposal on the need to involve foreign investors in the privatization process through the provision of investment tax credits in order to develop investment cooperation with foreign investment banks and funds was used in the development of the Law of the Republic of Uzbekistan No.URQ-598 “On investments and investment activities” (Reference No. 5 of the Judicial and Anti-Corruption Committee of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan as of March 6, 2020). As a result, in Article 35 of the law, a tax credit is a form of changing the tax term, which is enriched in the sense that the investor can then pay in installments;

the proposal of expediency of issuing depositary receipts and placing them on world stock exchanges in attracting foreign investors to privatized state-owned enterprises was used by the Capital market development agency of the Republic of Uzbekistan in developing the “Capital Market Development Strategy 2020-2025”. (Reference of the Capital Market Development Agency of the Republic of Uzbekistan No.01-02/06-177 as of February 5, 2020). As a result, the trade turnover of the Tashkent Republican Stock Exchange increased by 110.6% in 2020 compared to 2019;

the proposal the need to use the “head hunter” system in the formation of the supervisory boards of economic entities in order to expand the broad involvement of foreign investors in privatization was used in the development of measures to develop the regulatory framework for the widespread use of corporate governance in Uzbekistan and expand the application of corporate governance in JSC

“Dehkanabad kaliy zavod” Reference of the Committee on Judicial Issues and Anti-Corruption Committee of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan No. 5 as of March 6, 2020 and “Dehkanabad kaliy zavod” JSC No. 01/2135 as of July 9, 2020). As a result, the final level of the corporate governance system of JSC “Dehkanabad kaliy zavod” for 2018 amounted to 190 points, which is 30 points higher than in 2017;

the proposal on the use of investment teasers in attracting foreign investment banks and funds as potential investors to the process of privatization of state-owned enterprises in order to fascinate foreign investors was used in the development of the Law of the Republic of Uzbekistan No.URQ-598 “On investments and investment activities” (Reference No. 5 of the Judicial and Anti-Corruption Committee of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan as of March 6, 2020). As a result, Article 27, paragraph 7 of the law was enriched in the context of the development and diversification of areas of investment cooperation with foreign banks, funds, agencies and companies of the region on a mutually beneficial basis.

The outline of the thesis. The thesis consists of introduction, three chapters, conclusion, list of literature used and annexes. The volume of the thesis is 124 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLICATIONS

I бўлим (I часть, I part)

1. Mamatov B.Sh. The role of privatization in attracting foreign investment // International Journal of Economics, Commerce and Management. United Kingdom, Vol. VIII, Issue 1, 2020. – Pp. 289-302.(IF: 6.932, SJIF 2020: 6.932)

2. Mamatov B.Sh. The privatization of state-owned assets as key for attracting investments in Uzbekistan // Mintaqada zamonaviy fan, ta'lim va tarbiyaning dolzarb muammolari. Илмий электрон журнали. – Урганч, 2018, 2-сони. – Б.106-113.

3. Маматов Б.Ш. Влияние мировых престижных рейтинговых агентств на развитие Узбекистана // Инновацион технологиялар илмий журнали. – Қарши, 2019, 1-сони. – Б.22-27.

4. Mamatov B.Sh.The role of disclosure and transparency in the state-owned enterprise sector // “Сервис” илмий-амалий журнал. – Самарқанд, 2019, 3-сони. – Б. 30-35.

5. Маматов Б.Ш. The dynamic privatization and foreign direct investment // Бюллетень науки и практики, 2018. 5-сон. – Б. 321-327. (GIF 0.454; DIIF 1.08, InfoBase index 1.4)

6. Маматов Б.Ш. Российская модель приватизации // Макроиктисодий барқарорликни мустаҳкамлашнинг ўрта муддатли истикболида давлат молиясини ислоҳ қилишнинг устувор йўналишлари: республика илмий-амалий конференцияси тезислар тўплами, -Тошкент, ДБА, 2019. – Б.112-114.

7. Маматов Б.Ш. Давлат мулкани хусусийлаштиришда корпоратив бошқарув тизимининг тутган ўрни // Ўзбекистон Республикасининг конституциявий ривожланиши: миллий тикланишдан – миллий юксалиш сари: Халқаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами.– Тошкент, ДБА, 2019. – Б.112-114.

II бўлим (II часть, II part)

8. Mamatov B.Sh., Gafurov A.V., The corporate governance and its benefits for development // Халқаро молия ва ҳисоб илмий электрон журнали. – Тошкент 2018. №2 . – Б.1-7.

9. Маматов Б.Ш., Элмирзаев С.Э. Давлат улуши мавжуд акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув //«Иқтисодиёт ва таълим» – Тошкент, 2020 №1. – Б.81-86.

10. Mamatov B. Sh. The privatization of state owned assets as key for fascinating foreign investment in Uzbekistan // Инновацион иқтисодиётга ўтиш шароитида тадбиркорлик фаоллигини оширишнинг иқтисодий ва молиявий механизмини такомиллаштириш мавзусидаги Республика илмий-амалий конференцияси материаллар тўплами.– Қарши, ҚМШИ, 2019 – Б.57-60.

11. Маматов Б.Ш. Давлат мулкани хусусийлаштириш бўйича илғор хориж тажрибалари // Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг

бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини амалга оширишда иқтисодий ривожлантириш ва либераллаштириш масалалари мавзусидаги Халқаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами, – Тошкент, ДБА, 2019. – Б.88-90.

Босишга руҳсат этилди: 12.07. 2021 йил
Бичими 60×84 $\frac{1}{16}$, «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма тобоғи 3.3. Адади: 100. Буюртма № 91.
Тел (99) 832 99 79; (97) 815 44 54.
Гувоҳнома reestr № 10-3279
“IMPRESS MEDIA” МЧЖ босмаҳонасида чоп этилган.
100031, Тошкент ш., Яккасарой тумани, Қушбеги кўчаси, 6-уй.