

**БАНКОВСКО – ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ  
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

На правах рукописи  
УДК 336.722.117.7+338.24(575.1)

**ХАМИДОВА ФАРИДАХОН АБДУЛКАРИМ кизи**

**АНАЛИЗ И ПУТИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ  
В ПРИВАТИЗИРОВАННЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ**

08.00.07.- «Финансы, денежное обращение и кредит»

**А В Т О Р Е Ф Е Р А Т**

**диссертация на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

Ташкент – 2008

Диссертационная работа выполнена в Ташкентском финансовом институте

**Научный руководитель:** доктор экономических наук, профессор  
**Вахабов Алишер Васикович**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Олимжонов Одил Олимович**

кандидат экономических наук, доцент  
**Бутиков Игорь Леонидович**

**Ведущая организация:** Министерство финансов  
Республики Узбекистан

Защита состоится «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2009 года в \_\_\_\_\_ часов на заседании Объединенного специализированного Совета Д.005.25.01 по защите диссертаций на соискание ученой степени доктора экономических наук при Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан по адресу: 100000, г.Ташкент, улица Х.Орипова, 16.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан.

Автореферат разослан «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2008г.

**Ученый секретарь Объединенного  
специализированного совета,  
кандидат экономических наук**

**Мирзаев Ф.И.**

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИИ

**Актуальность темы** исследования обусловлена объективной необходимостью увеличения масштабов привлечения портфельных инвестиций, в частности иностранных инвесторов для реструктуризации и реновации приватизированных предприятий,<sup>1</sup> созданных в акционерной форме на базе государственной собственности, составляющих стержень реального сектора национальной экономики. Вливание иностранного капитала, органично соединяясь с усилиями национальных эмитентов и их ресурсами способно привести к общему положительному экономическому эффекту на основе применения более прогрессивных средств труда, повышения квалификации работников и улучшения использования имеющихся производственных ресурсов акционерных обществ (АО), созданных в процессе приватизации государственных предприятий Узбекистана. Вместе с тем, отмечая позитивные результаты проводимой в стране работы по привлечению портфельных инвестиций в акции АО, созданных в процессе приватизации через рынок ценных бумаг (РЦБ) Узбекистана, следует отметить, что масштабы и качество привлечения иностранных портфельных инвестиций отстают от имеющейся в них потребности.

В условиях либерализации экономики, с понижением объемов высоколиквидного и емкого рынка государственных ценных бумаг иностранные и отечественные инвесторы обращают больше внимания на национальный рынок корпоративных ценных бумаг, и у отечественных АО, созданных в процессе приватизации появилась реальная возможность использовать РЦБ в качестве механизма мобилизации дополнительных финансовых ресурсов. Эта возможность предоставляется успешно реализуемой государственной программой стратегического развития национального РЦБ, обеспечивающей широкое привлечение портфельных инвестиций институциональных инвесторов в АО, созданные в процессе приватизации.<sup>2</sup> Все это предопределяет привлекательность АО, созданных в процессе приватизации в стратегических отраслях экономики в качестве потенциального объекта вложения с точки зрения иностранных стратегических и портфельных инвесторов, обеспечивая макроэкономическую стабилизацию внутри страны.

Качественно новые тенденции в развитии РЦБ, выразившиеся в опережающих темпах роста вторичного рынка корпоративных ценных бумаг создали предпосылки для притока портфельных инвестиций в реальный сектор национальной экономики. Вместе с тем, чтобы эти предпосылки и факторы стали быстрее работать на нужды развития АО, созданных в процессе приватизации, нужна консолидация усилий государства, финансовых институтов и самих субъектов хозяйствования для формирования и функционирования эффективного механизма привлечения иностранных и

<sup>1</sup> «О дополнительных мерах по стимулированию модернизации, технического и технологического перевооружения производства», Указ Президента РУз №УП-3860 от 14 марта 2007г. "Собрание законодательства Республики Узбекистан", 2007г., N 11, с. 96.

<sup>2</sup> «О мерах по дальнейшему развитию рынка ценных бумаг», Постановление Президента РУз №ПП-475 от 27 сентября 2006 г. "Собрание законодательства Республики Узбекистан", 2006г., N 39, с. 387.

отечественных портфельных инвестиций на нужды реновационного развития приватизированных предприятий республики.

Необходимость изучения путей решения этой сложной многогранной задачи предопределила актуальность проблемы и выбора темы данного диссертационного исследования.

**Степень изученности проблемы.** Анализ экономической литературы показывает, что в области рынка портфельных инвестиций имеется ряд предложений, направленных на повышение объемов привлечения в экономику портфельных инвестиций. Ведущие зарубежные экономисты П.Самуэльсон, Г.Марковиц, Э.Де Сото, У.Шарп, Л.Зингалес внесли большой вклад в формировании и развитие теории о портфельном инвестировании.<sup>3</sup> Проблемы инвестиционной деятельности в условиях перехода к рыночной экономике получили дальнейшее развитие в работах таких российских экономистов как И.Балабанов, Б.Алехин, В.Галанов, Ю.Касимов, А.Килячков, Я.Миркин, Б.Рубцов.<sup>4</sup>

В отечественной литературе различные аспекты рынка портфельных инвестиций и его роли в рыночной экономике изучены в научных работах М.Шарифходжаева, Д.Газибекова, А.Вахובהва, Ш.Абдуллаевой, Ш.Шохаъзамий, О.Рашидова, В.Котова, С.Чепеля, И.Бутикова, Ж.Фаттаховой, Ф.Мирзаева.<sup>5</sup>

Вместе с тем многие как теоретические, так и практические вопросы, относящиеся к инвестиционной сфере в экономической литературе недостаточно исследованы и остаются за рамками исследований отечественных экономистов, в частности, обобщен более длительный опыт и практика инвестиционной деятельности в странах с развитыми инвестиционными рынками, разветвленной системой форм и методов инвестиций. Научных трудов, посвященных исследованию механизма привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия в качестве эффективного рычага воздействия на результаты их финансовой деятельности и динамику экономического роста в отечественной литературе крайне мало.

---

<sup>3</sup> Markowitz H.M. Portfolio Selection, Journal of Finance 7(1). March, 1952, pp.77-91.; Э.Де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.-М.: ЗАО Олимп-Бизнес,2001.-272 с.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.

<sup>4</sup>Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1998. – 144 с.; Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.-583 с.

Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.-583 с.

<sup>5</sup>Газибеков Д.Г. Инвестицияларни молиялаштириш масалалари.- Тошкент: Молия, 2003.-332 б.; Шохаъзамий Ш.Ш. Основы приватизации, рынок ее объектов и услуг. – Т.: Ибн Сино, 2004. – 928 с.; Чепель С.В., Фаттахова Ж.А. Ключевые элементы эффективной инвестиционной политики в развивающихся странах: возможные ориентиры для Узбекистана.-Т.: ЦЭИ, 2007.-48 с.; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг.– Ташкент: Консаудитинформ, 2001. – 472 с.

### **Связь диссертационной работы с тематическими планами НИР.**

Диссертационное исследование осуществлено в рамках плана научно-исследовательских работ Ташкентского финансового института.

**Цель исследования.** Разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на расширение объемов привлечения портфельных инвестиций в акционерные общества Узбекистана.

**Задачи исследования.** Для реализации поставленной цели в диссертации решаются следующие задачи:

- раскрыты сущность, функции, место и роль портфельного инвестирования в современной экономике на основе анализа и обобщения существующих современных теорий в области инвестиций и финансового менеджмента;
- выявление современных тенденций на мировых рынках инвестиций с акцентом на растущую роль портфельных инвестиций в системе международного движения и перераспределения капитала;
- анализ современной структуры источников финансового обеспечения инвестиционной деятельности АО, созданных в Узбекистане в процессе приватизации через инструменты рынка ценных бумаг;
- выявление препятствий, мешающих притоку портфельных инвестиций на рынок ценных бумаг для целей реновационного развития АО, созданных в процессе приватизации и разработка рекомендаций и способов повышения их инвестиционной привлекательности;
- поиск альтернативных путей дальнейшего развития рынка портфельных инвестиций Узбекистана, учитывающих тенденции развития рынка капиталов и реально существующие особенности реализуемых, углубления экономических реформ в Республике Узбекистан.

**Объектом исследования** являются АО, созданные в процессе приватизации, источниками финансирования которых является рынок отечественных и иностранных портфельных инвестиций.

**Предметом исследования** выступает совокупность экономических отношений возникающих в процессе привлечения портфельных инвестиций на нужды реновационного развития приватизированных предприятий, созданных в акционерной форме на базе государственной собственности.

**Методы исследования.** Системный, сравнительный, статистический и эконометрический анализы, группировка, сопоставление, анализ динамических рядов, вертикальный и горизонтальный анализы, абстрагирование, выборка, корреляционно-регрессионный анализ.

#### **Основные положения, выносимые на защиту:**

- научная концепция, обосновывающая возрастание роли портфельного инвестирования в реструктуризации и реновационном развитии АО, созданных в процессе приватизации;
- теоретическое обоснование сущности и роли стратегических, спекулятивных портфельных инвесторов в развитии АО, созданных в процессе приватизации, на рынке портфельных инвестиций;

- анализ современных тенденций и существующих подходов к привлечению портфельных инвестиций для повышения результативности деятельности АО, созданных в процессе приватизации;
- методы, институциональные формы и инструменты привлечения портфельных инвестиций в АО, созданные в процессе приватизации с учетом инвестиционных интересов стратегических и спекулятивных портфельных инвесторов, действующих на РЦБ Узбекистана.

**Научная новизна** выполненного диссертационного исследования заключается в раскрытии связи между портфельными инвестициями и инновационным обновлением АО, созданных в процессе приватизации, повышение их инвестиционной привлекательности перед инвесторами; обосновании форм, методов и инструментов воздействия на привлечение портфельных инвестиций для целей развития АО, созданных в процессе приватизации и выработке конкретных предложений по увеличению их объемов через отечественный РЦБ.

К основным положениям диссертации, содержащим научную новизну относятся следующие результаты:

- обоснованы необходимые объемы привлечения портфельных инвестиций на РЦБ для целей развития АО, созданных в процессе приватизации;
- аргументированы качественные связи между информационной открытостью и насколько высоко компания оценивается портфельными инвесторами, и количественная связь между изменением уровня их прозрачности и изменением уровня рыночной капитализации;
- обоснованы экономические, производственно-технологические, финансовые и социальные предпосылки, обуславливающие наличие в Узбекистане достаточных условий для развития портфельного инвестирования в реальную экономику;
- предложены институциональные формы и новые инструменты привлечения портфельных инвестиций в АО, созданные в процессе приватизации с учетом инвестиционных пристрастий стратегических и спекулятивных портфельных инвесторов, действующих на РЦБ Узбекистана;
- разработана концепция расширения масштабов и повышения качества инфраструктурного обеспечения портфельных инвесторов и АО, созданных в процессе приватизации на РЦБ Узбекистана.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.** Практическая значимость результатов исследования состоит в обосновании комплексного подхода к организации привлечения портфельных инвестиций для целей реструктуризации и реновационного развития АО, созданных в процессе приватизации в Узбекистане, и формировании эффективного механизма их привлечения через отечественный РЦБ. Полученные научные выводы и практические рекомендации могут быть использованы Госкомимуществом Республики Узбекистан, Республиканской фондовой биржей «Тошкент», при разработке целевой комплексной программы реализации государственной инвестиционной политики в реальном секторе экономики.

Научная значимость результатов исследования заключается в возможности использования выводов и практических рекомендаций, направленных на совершенствование стратегии и механизма портфельного инвестирования на РЦБ.

**Реализация результатов.** Практические результаты и предложения автора приняты для внедрения в практику Государственного Налогового Комитета (Акт внедрения № 16/2-91 от 15.11.2007г.), Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан и Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (Акт внедрения от 15.04.2008г.).

Теоретические результаты выполненного исследования использованы в совершенствовании учебных программ и преподавании курсов «Финансовый рынок и ценные бумаги», «Управление инвестиционным портфелем» в Ташкентском финансовом институте (Справка № 30-2/2388 от 3.12.2008г.).

**Апробация работы.** Результаты диссертации обсуждались и рекомендованы к защите на объединённых научных семинарах в Ташкентском финансовом институте (протокол № 3 от 18.09.2007г.), Ташкентском государственном экономическом университете (протокол № 8 от 16.10.2007г.), Высшей школе бизнеса при Академии Государственного и общественного строительства при Президенте Республики Узбекистан (протокол № 8 от 27.03.2008г.) и на заседании научно-координационного совета при Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан (протокол № 15 от 25.09.2008 г.).

Отдельные положения диссертационного исследования докладывались и одобрены на следующих международных и республиканских научно-практических конференциях: «Ўзбекистон Республикаси банк-молия тизимининг институционал ривожланиш жараёнида халқаро тажрибадан фойдаланиш» (Тошкент, 2002); «Шестнадцатые Международные Плехановские чтения» (Москва, 2003); «Семнадцатые Международные Плехановские чтения» (Москва, 2004); «Проблемы повышения эффективности финансово-кредитных механизмов в обеспечении экономического роста Республики Узбекистан» (Ташкент, 2004); «Социально-экономические проблемы переходной экономики» (Санкт-Петербург, 2005); «Иқтисодий ислохотларни чуқурлаштиришда корпоратив бухгалтерия ҳисоби, молиявий таҳлил ва аудитнинг асосий йўналишлари» (Тошкент, 2006); «Социально-экономические закономерности мирохозяйственных связей в условиях усиления интеграционных процессов» (Москва, 2006); «Двадцатые Международные Плехановские чтения: Актуальные проблемы экономического развития в современных условиях» (Москва, 2007); «Дальнейшее углубление реформ в банковско-финансовой системе Узбекистана» (Москва, 2007); «Социально-экономические проблемы развития интеграционных процессов в условиях либерализации национальной экономики» (Москва, 2008).

**Опубликованность результатов.** Основное содержание работы отражено в 14 опубликованных работах, в том числе четырех научных статьях, две из которых опубликованы за рубежом и 10 научных тезисах общим объёмом 2 п.л.

**Структура и объем диссертации.** Структура диссертации состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Текст диссертационной работы занимает 139 страниц, в ней имеются 10 таблиц, 12 рисунков и 5 приложений.

## 2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В условиях рыночной экономики важное место в финансировании инвестиций для инновационного развития субъектов хозяйствования, в том числе приватизированных предприятий занимают инструменты современного РЦБ, которые являются объектами портфельного инвестирования.

Исходя из анализа целей и стратегий портфельных инвесторов их можно разделить на стратегических портфельных и спекулятивных портфельных инвесторов. Стратегические портфельные инвесторы нацелены на вложение средств, ориентируясь на долгосрочную перспективу развития предприятий-эмитентов и их бизнеса. Стратегия поведения спекулятивных портфельных инвесторов строится на основе учета арбитражных возможностей и извлечения активной краткосрочной прибыли, предоставляемых любым отклонением рынка ценных бумаг от своего эффективного состояния. С экономической точки зрения "портфельное инвестирование" означает вложение средств в различные обращающиеся ценные бумаги, формирование из них портфеля ценных бумаг и управление этим портфелем.



**Рис.1. Функции портфельных инвестиций для инвесторов<sup>6</sup>**

В силу своей специфики портфельные инвестиции выполняют функции как накопительную, доходную, страховую, инновационную для инвесторов

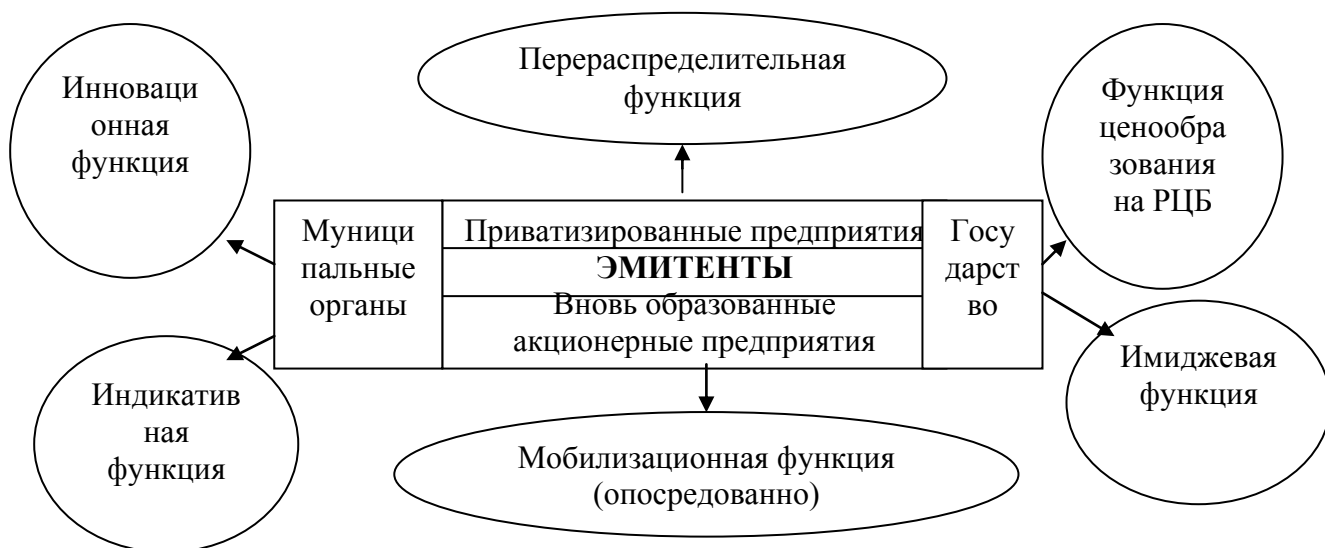
<sup>6</sup> Составлено автором



(рис.1), так и мобилизационную, инновационную, индикативную, ценообразования посредством ценных бумаг для эмитентов (рис 2).

Роль этих функций характеризуется публичной работой на РЦБ и открытостью, своей специфической функцией собирать и рассредотачивать риски, сглаживать колебания курсов и доходности различных ценных бумаг, предоставляя собственнику портфеля ценных бумаг возможность диверсифицировать свои вложения. Портфельное инвестирование – это типичный пример совмещения позиций эмитента и крупного портфельного институционального инвестора, основным инструментом которого являются портфельные инвестиции. Как показывает практика, портфельные инвесторы, обладающие огромными активами играют важную роль в вопросах защиты национальных экономик развитых стран и большинства развивающихся стран. Так, например, активы только открытых инвестиционных компаний из развитых стран выросли с 4 470, 8 млрд.долл. в 1994 г. до 16 103,3 млрд.долл. в 2006 году. В мире активы пенсионных фондов к 2005 г. достигли более 11 067 млрд. долл., что составляет 24,8% мирового ВВП. Общий объем портфелей ценных бумаг страховых компаний стран ОЭСР к 2006 г. достиг 8978,8 млрд.долларов.

При этом американские институциональные инвесторы контролируют 75% активов финансового рынка, например, пенсионные фонды, страховые компании и взаимные фонды самостоятельно управляют более чем 10 трлн.долл. активов; пенсионные фонды получили статус крупнейшего институционального инвестора мира; в США существует приблизительно 28000 инвестиционных клубов.



**Рис. 2 Эффективность портфельных инвестиций для эмитентов<sup>7</sup>**

В условиях либерализации экономики институты портфельного инвестирования становятся главными держателями акционерного капитала и должны решать, как использовать свою собственность и сопутствующие

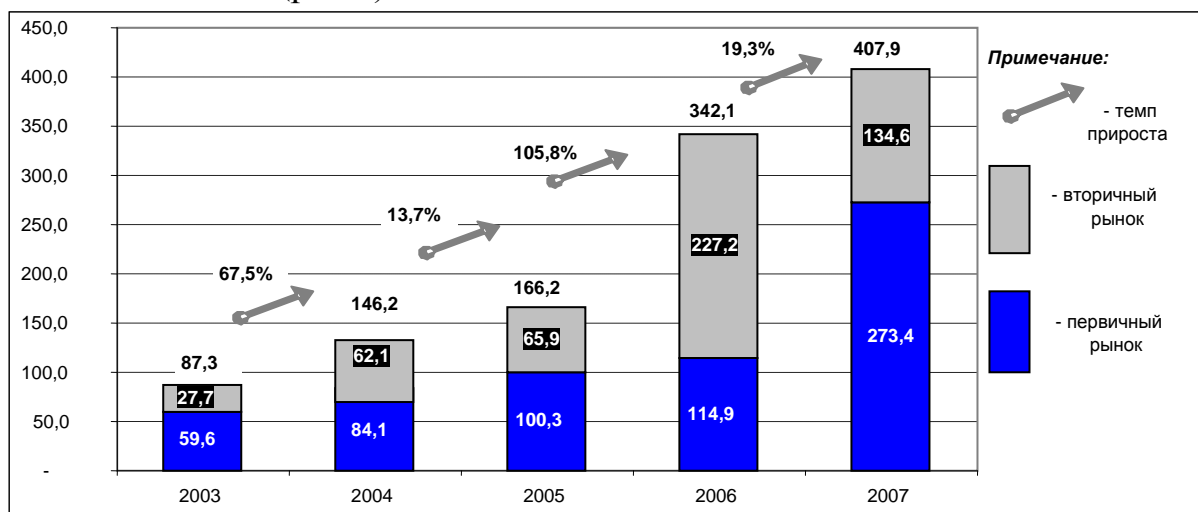
<sup>7</sup> Рисунок составлен автором

права управления. Они имеют право требовать максимизации стоимости для инвесторов, в то же время они конкурируют за фонды частично на базе превосходящего умения портфельной селекции. При этом международную диверсификацию портфелей увеличивают не только сами портфели, но и сбережения инвесторов. По состоянию на февраль 2007 г. валовые мировые активы коллективных инвесторов превысили 17 трлн.долл.: чистые активы фондов акций – 6 трлн.долл., гибридных фондов – 656 млрд.долл., налогооблагаемых фондов облигаций - 1 трлн.долл., фондов муниципальных облигаций - 373 млрд.долл., налогооблагаемых фондов денежного рынка – 2 трлн.долл., необлагаемых налогами фондов денежного рынка – 300 млрд.долларов. Крупнейшие международные институциональные инвесторы располагают суммами, эквивалентными или даже превышающими размеры большинства развивающихся стран мира, что позволяет им оказывать серьезное влияние и преобразовывать национальную экономику. Они готовы и способны удовлетворять потребности государств и обществ в инвестициях. По данным IOSCO, членами которой являются 54% стран с развивающимися рынками валовые активы коллективных инвесторов этих стран превышают 700 млрд.долл., вложенных в более чем 22 тыс. фондов, управляемых 1262 управляющими компаниями. Эти огромные средства могут способствовать как кризису в стране, не вполне готовой «освоить» крупномасштабные потоки инвестиций, так и экономическому росту. При этом крупномасштабные потоки капитала, которые могли бы быть генерированы даже относительно небольшим сдвигом портфельного поведения коллективных инвесторов развитых рынков, сложно оценить.

Практика показала, что качественная структура и количественный рост инвестиций, а также правильное соотношение их видов достигаются за счёт эффективности проводимой государством инвестиционной политики и мер по созданию благоприятного инвестиционного климата, оптимального правового регулирования инвестиционной деятельности национальных и иностранных инвесторов. Согласно теории современного инвестиционного анализа, процесс портфельного инвестирования в акции приватизированных предприятий рассматривается как сложная система с использованием соответствующих ему количественных и качественных показателей, выражающих различные цели инвестиционной стратегии владельцев инвестиционных портфелей. Опыт стран Юго-Восточной Азии, Центральной и Восточной Европы, Латинской Америки, России свидетельствует, что портфельные инвестиции выступают в качестве катализатора экономического развития, обеспечивая заполнение разрыва между национальными инвестициями и сбережениями, давая мощный импульс отечественным эмитентам к внедрению новых технологий и навыков управления производством. Этот опыт весьма полезен для Узбекистана.

В Узбекистане сложилась благоприятная ситуация для придания качественных изменений проводимой в стране инвестиционной политике и расширения масштабов привлечения прямых и портфельных инвестиций на нужды инновационного развития предприятий реального сектора экономики.

Повышаются объемы инвестиций в экономике. Расширение объемов, улучшение качественных показателей привлекаемых портфельных инвестиций в акции АО реального сектора Узбекистана позитивно отразились на повышении ликвидности акций АО Узбекистана и эффективности их деятельности (рис.3).



**Рис. 3. Динамика оборота рынка ценных бумаг (в млрд. сум.)<sup>8</sup>**

Процессам активизации притока иностранных портфельных инвестиций на РЦБ для целей инвестиционного развития реального сектора экономики Узбекистана способствовали такие факторы как снижение инфляции, экономический рост, политическая стабильность, последовательность и эффективность реформ, привлекательность государственных инвестиционных программ, которые создают благоприятный инвестиционный климат для инвесторов, о чём свидетельствуют показатели реализации акций приватизированных АО Узбекистана на биржевом рынке (таблица-1).

**Таблица-1**

**Объем реализации акций на биржевом рынке<sup>9</sup>**

Объем реализации	2003г.	2004г.	2005г.	2006г.	2007г.
за СКВ, долл.	602,84	770,84	1069,11	734,35	121,99
в тыс.сум. по курсу	590,78	755,42	1191,8	897,6	1538,3
на вторичном биржевом рынке в СКВ, долл.	233,78	295,96	919,8	616,08	119,57
на вторичном биржевом рынке в тыс.сум. по курсу	229,1	292,7	1020,4	753,6	1507,2

С другой стороны, устойчивые темпы экономического роста во многом ускорили процессы активизации инвестиционной активности субъектов хозяйствования, что, в свою очередь, и предопределило реальные

<sup>8</sup> Фондовый рынок Узбекистана: итоги 2007 года, Ташкент, 2008,-с.19.

<sup>9</sup> Рассчитано по данным Госкомимущества и ЦКК. За период с 1998 по 2002 гг. объем биржевых сделок составил 4,4 млн.долларов.

возможности страны по наращиванию её инвестиционного потенциала на каждом конкретном этапе развития национальной экономики.

Как показывает анализ таблицы-1 доля сделок по приобретению акций акционерных обществ, созданных в процессе приватизации, на РФБ «Тошкент» за СКВ в общем биржевом обороте если в 2003 г. составила – 18,4%, то в 2007 г. снизилась до 12,2%. На основе анализа ряда показателей выявлено существенное значение привлеченных портфельных инвестиций в общем объеме рынка акций.

Следует отметить, что устойчивые темпы роста ВВП и ход углубления процессов приватизации и акционирования в преобладающей степени будут зависеть от инвестиционной активности субъектов хозяйствования и масштабов ввода в эксплуатацию новых производственных мощностей. Это означает, что чем выше будут темпы роста ВВП и монетизации экономики, тем больше должно быть возможностей для активизации инвестиционной деятельности субъектов хозяйствования и притока иностранных инвестиций. Это мнение подтверждается результатами исследований и узбекских ученых,<sup>10</sup> которые показывают, что для создания условий для аккумуляции свободных денежных ресурсов и наращивания объемов притока инвестиций, повышения эффективности их использования, осуществления активной антиинфляционной политики уровень монетизации экономики должен быть не менее 50%. Благоприятный и устойчивый инвестиционный климат должен стимулировать приток, обеспечивающий уровень сбережений не менее 20% ВВП, а также превышение темпов прироста инвестиций над темпами прироста ВВП (на 2-4 п.п.) за счет частных инвестиций. При этом относительно низкий уровень сбережений может компенсироваться высокой эффективностью вложений в инновационные отрасли. Следует отметить, что в условиях модернизации экономики наблюдается потребность в привлечении в реальный сектор экономики Узбекистана инструментов долгосрочного инвестирования, обеспечиваемого портфельными инвесторами.

Одним из важнейших условий расширения масштабов привлечения иностранных и отечественных инвестиций на рынок акций АО, созданных в процессе приватизации является формирование благоприятного инвестиционного климата и повышение его инвестиционной привлекательности. В целях расширения масштаба работ по созданию благоприятных условий для привлечения иностранных и отечественных инвесторов, желающих вложить свои свободные финансовые ресурсы в АО, созданные в Узбекистане в процессе приватизации необходимы целенаправленные усилия на государственном уровне по активизации инвестиционных процессов в реальном секторе национальной экономики и созданию здоровой конкурентной среды на рынке инвестиций.

Для повышения инвестиционной привлекательности ценных бумаг отечественных АО, созданных в процессе приватизации в краткосрочной

---

<sup>10</sup> Чепель С.В., Фаттахова Ж.А. Ключевые элементы эффективной инвестиционной политики в развивающихся странах: возможные ориентиры для Узбекистана.-Т.: ЦЭИ, 2007,-48 с.

перспективе необходимо добиться внедрения в практику фондовой деятельности Узбекистана так называемых программ "голубых фишек", под которыми понимаются меры со стороны государства по созданию целевой группы высококонкурентных эмитентов (20-25 наиболее конкурентоспособных), способных выпускать первоклассные обыкновенные акции, качество которых соответствует международным стандартам, а дивиденды акционеров имеют безукоризненную историю выплат. Такие эмитенты должны быть отобраны из числа тех АО, созданных в процессе приватизации, которые занимают ведущие позиции в базовых отраслях национальной экономики. При этом необходимо определить стандарты, согласно которым оцениваются ценные бумаги других компаний данных отраслей.

Реализация на практике вышеназванных предложений позволит повысить качество инфраструктурного обеспечения иностранных и отечественных портфельных инвесторов на РЦБ Узбекистана.

### **3. ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Результаты проведенного исследования проблемы привлечения портфельных инвестиций на рынок ценных бумаг (РЦБ) в целях реструктуризации и реновационного развития АО Узбекистана, созданных в процессе приватизации позволили получить следующие выводы.

1. Притоку иностранных портфельных инвестиций в акции АО Узбекистана, созданных в процессе приватизации могли бы способствовать следующие меры:

– внедрение IPO-механизма для привлечения инвестиций в модернизацию производства;

– ускорение процесса формирования сети финансово-промышленных групп и новых холдинговых компаний, которые в состоянии организовать более эффективное использование потенциала государственных пакетов акций и обеспечить качественную дивидендную политику;

– активизация деятельности отечественных и иностранных институциональных портфельных инвесторов на рынке акций и облигаций АО, созданных в процессе приватизации в Узбекистане;

– обеспечение опережающих темпов развития инфраструктуры рынка акций АО, созданных в процессе приватизации, включая открытые специализированные консалтинговые и оценочные формы, рейтинговые агентства, банков, трастовых, инвестиционных, аудиторских и страховых компаний и т.д.;

– в специальной Инструкции в целях стимулирования выпуска второй и последующих эмиссий предусмотреть для акционеров, получающих доход при увеличении уставного фонда за счет капитализации нераспределенной прибыли льготный порядок налогообложения от указанного способа эмиссии. Варианты льготного налогообложения могут быть следующие:

• установление ставки налогообложения получаемого дохода в размере 10 %;

- полное освобождение от налогообложения возникающих доходов у акционеров – граждан Республики Узбекистан.

- для стимулирования дилерской деятельности инвестиционных институтов на фондовой бирже, инвесторов при перепродаже ценных бумаг необходимо установить особый порядок расчета налогооблагаемой базы, который заключается в исключении убытков, возникающих при реализации ценных бумаг из налогооблагаемой базы при подсчете общих доходов. Для этого необходимо внести изменения в ст. 22, абзац 2 Налогового Кодекса Республики Узбекистан в следующей редакции:

*«Убытки, возникающие при реализации ценных бумаг, подлежат вычету из совокупного дохода».*

Данное предложение в новой редакции будет стимулировать дилерскую деятельность инвестиционных институтов и положительно скажется на развитии вторичного рынка ценных бумаг.

2. В целях повышения спроса на акции и облигации АО, созданных в процессе приватизации в Узбекистане и повышения их инвестиционной привлекательности для портфельных инвесторов следует:

- предоставить преференции для эмитентов, поддерживающих высокий уровень прозрачности деятельности и качества раскрываемой финансовой информации. В частности, предлагается предоставление преимущественного доступа эмитентов с высокой прозрачностью деятельности на долгосрочные источники ресурсов;

- создать правовую и нормативную базу, регламентирующую выпуск и обращение обеспеченных долговых ценных бумаг. В качестве обеспечения ценных бумаг предлагается использовать потребительские и ипотечные кредиты банков и другие активы, которые имеют стабильный денежный поток.

3. В целях расширения масштабов и повышения качества инфраструктурного обеспечения портфельных инвесторов на рынке акций АО, созданных в Узбекистане в процессе приватизации автором предлагается:

- ускорить создание единого информационного банка данных эмитентов и ценных бумаг, выпускаемых в Республике Узбекистан, доступ к которому будет открыт всем категориям портфельных инвесторов исходя из содержания их инвестиционных потребностей;

- ускорить решение вопроса создания в республике мощной общегосударственной расчетно-клиринговой системы по выполнению расчетов на неорганизованном рынке корпоративных ценных бумаг;

- связать технологически и информационно основные инфраструктурные звенья фондового рынка - Республиканскую фондовую биржу "Тошкент", Центральный депозитарий, расчетно-клиринговую систему, обеспечив, таким образом, обработку полного цикла операций с ценными бумагами АО, созданных в процессе приватизации с надлежащим уровнем гарантий и надежности для портфельных инвесторов;

- установить жесткий и эффективный контроль со стороны государства за совершением операций с ценными бумагами АО Узбекистана, созданных в

процессе приватизации, порядком их учета и хранения во всех подразделениях РЦБ;

– включить акционерные общества с уставным фондом в размере не менее 500 млн.сум. в биржевой листинг. При этом предлагается предусмотреть осуществление первичного размещения акций в размере не менее 25% от объема дополнительной эмиссии через фондовую биржу при вхождении в биржевой листинг акционерных обществ.

Реализация на практике вышеназванных предложений позволит заметно повысить качество инфраструктурного обеспечения иностранных и отечественных портфельных инвесторов на рынке акций АО, созданных в Узбекистане в процессе приватизации, что позитивно отразится на повышении инвестиционной привлекательности всего РЦБ Узбекистана.

#### **4. СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**

1. Хамидова Ф.А. Иқтисодий эркинлаштириш шароитида давлатнинг инвестицион фаолияти //Ўзбекистон Республикаси банк-молия тизимининг институционал ривожланиш жараёнида халқаро тажрибадан фойдаланиш мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференция материаллари.-Тошкент, 2002. -Б. 56-57.

2. Хамидова Ф.А. Привлечение иностранных инвестиций в процесс приватизации банков в Узбекистане // Шестнадцатые Международные Плехановские чтения.-Москва, 2003. - С. 178.

3. Хамидова Ф.А. Привлечение инвестиций к процессам приватизации в Узбекистане // Семнадцатые Международные Плехановские чтения. Тезисы докладов профессорско-преподавательского состава и специалистов.-Москва, 2004. -С. 24-25.

4. Хамидова Ф.А. К вопросу функционирования и совершенствования инвестиционного механизма экономики приватизации в Узбекистане // Проблемы повышения эффективности финансово-кредитных механизмов в обеспечении экономического роста Республики Узбекистан.-Ташкент, 2004. - С. 362-365.

5. Хамидова Ф.А. Приватизация – катализатор рынка ценных бумаг и инвестиций в условиях переходной экономики // Тезисы докладов международной научно-практической конференции на тему: Социально-экономические проблемы переходной экономики.-Санкт-Петербург, 2005. – С. 209-211.

6. Хамидова Ф.А. О стратегиях портфельных инвесторов и особенностях их применения в условиях Узбекистана. // Иқтисодий ва таълим.-Ташкент, 2005. -№ 4. – С. 47-49.

7. Хамидова Ф.А. К вопросу о портфельных инвестициях в Узбекистане // Рынок, деньги и кредит.-Ташкент, 2006. - №1. -С. 43-45.

8. Хамидова Ф.А. Активизация портфельных инвесторов в корпоративном управлении компании в Узбекистане // Иқтисодий ислохотларни чуқурлаштиришда корпоратив бухгалтерия ҳисоби, молиявий таҳлил ва аудитнинг асосий йўналишлари -Тошкент, 2006. -Б. 293-294.

9. Хамидова Ф.А. Виды и особенности портфельных инвестиций в Узбекистане // Современные аспекты экономики.-Санкт-Петербург, 2006. -№ 8(101). –С.39-45.

10. Хамидова Ф.А. Привлечение портфельных инвестиций в приватизированные предприятия в условиях ЕврАзЭС // Тезисы докладов международной научно-практической конференции на тему: Социально-экономические закономерности мирохозяйственных связей в условиях усиления интеграционных процессов.-Москва, 2006. -С. 218-219.

11. Хамидова Ф.А. Повышение объёмов портфельных инвестиций в приватизированные предприятия // Двадцатые Международные Плехановские чтения: Актуальные проблемы экономического развития в современных условиях.-Москва, 2007. -С. 319-320.

12. Хамидова Ф.А., Мирзаев У.Р., Ан Т. Развитие инфраструктуры фондового рынка как фактора повышения его транспарентности // Материалы международной научно-практической конференции на тему: Дальнейшее углубление реформ в банковско-финансовой системе Узбекистана.-Москва, 2007. -С. 177-179.

13. Хамидова Ф.А., Котов В.А. К вопросу возрастания роли иностранных портфельных инвесторов на рынке акций приватизированных предприятий // Вопросы экономических наук.-Москва, 2008.-№1.–С.143.

14. Хамидова Ф.А. Значение портфельных инвестиций в реновационном развитии акционерных обществ, созданных в процессе приватизации // Сборник научных трудов. «Социально-экономические проблемы развития интеграционных процессов в условиях либерализации национальной экономики». - Москва, МГЭИ, 2008. –С.80-81.



**Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасига талабгор Ф.А. Хамидованинг 08.00.07 -  
«Молия, пул муомаласи ва кредит» ихтисослиги бўйича «Хусусийлаштирилган  
корхоналарга портфелли инвестицияларни жалб этиш йўллари ва таҳлили»  
мавзусидаги диссертациясининг**

**РЕЗЮМЕСИ**

**Таянч сўзлар:** портфелли инвестициялаш, портфелли инвестициялар; хусусийлаштириш, акциядорлик жамиятлари; стратегик портфелли инвесторлар, спекулятив портфелли инвесторлар; портфелли инвестициялар бозори; инвестицион муҳит, реновация, таркибий қайта қуриш; рақобатбардошлик.

**Тадқиқот объектлари:** давлат мулки асосида ташкил қилинган акциядорлик жамиятларини таркибий қайта қуриш ва реновациялаш, молиялаштиришни таъминловчи миллий ва хорижий портфелли инвестициялар бозори.

**Ишнинг мақсади:** Ўзбекистон акциядорлик жамиятларига портфелли инвестициялар ҳажмини кенгайтиришга қаратилган илмий тақлифлар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқиш.

**Тадқиқот методлари:** тизимли, киёсий, статистик ва эконометрик таҳлиллар, гуруҳлаш, таққослаш, динамик қаторлар, танлама, корреляция-регрессия таҳлили.

**Олинган натижалар ва уларнинг янгилиги:** портфелли инвестициялашнинг моҳияти очиб берилди ва портфелли инвесторларнинг такомиллашган таснифи берилди; хусусийлаштириш жараёнида ташкил қилинган акциядорлик жамиятларини инновацион янгилашда институционал инвесторларнинг воситаси сифатида портфелли инвестицияларнинг сифат жиҳатидан янгича роли асослаб берилди; хусусийлаштириш жараёнида ташкил қилинган АЖни реновацион ривожлантириш ва таркибий қайта қуриш мақсадлари учун инвестициялар бозори инфратузилмаси ва портфелли инвестицияларни жалб этиш ҳажмига таъсир этиш шакллари, усуллари ва дастаклари тақлиф этилди; Ўзбекистонда хусусийлаштириш жараёнида ташкил қилинган АЖнинг акция ва облигациялари бозорининг ривожланишига кучли тўртки бериши мумкин бўлган зарур ҳажмлари илмий асослаб берилди; хусусийлаштириш жараёнида ташкил қилинган АЖ қимматли қоғозлари жозибadorлигини ошириш, портфелли инвестициялар бозорида қулай инвестиция муҳитини шакллантириш концепцияси ишлаб чиқилган.

**Амалий аҳамияти:** диссертация ишининг илмий хулосалари ва амалий тақлифлари иқтисодиётнинг реал секторида давлат инвестиция сиёсатини амалга оширишнинг мақсадли комплексли дастурини ишлаб чиқишда фойдаланиш мумкин. Муаллифнинг айрим тақлифларини хусусийлаштириш жараёнида ташкил қилинган стратегик аҳамиятга эга АЖни шакллантириш ва ривожлантиришга йўналтирилган самарали инвестиция сиёсатининг муҳим элементлари сифатида киритиш мумкин.

**Татбиқ этиш даражаси ва иқтисодий самарадорлиги:** муаллифнинг илмий тақлифлари ва амалий тавсиялари янги Солиқ кодексини ишлаб чиқишда Ўзбекистон Республикаси Давлат солиқ қўмитаси амалиётига, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулкани бошқариш қўмитаси ҳузуридаги қимматли қоғозлар бозори фаолиятини назорат қилиш ва мувофиқлаштириш Маркази, «Тошкент» Республика фонд биржаси амалиётига татбиқ этиш учун қабул қилинган. Бажарилган тадқиқотнинг назарий натижалари Тошкент молия институти «Молия бозори ва қимматли қоғозлар», «Инвестицион портфелни бошқариш» фанлари бўйича ўқув дастурларини такомиллаштириш ва ўқитишдада фойдаланилган.

**Қўлланиш соҳаси:** Ўзбекистон Республикаси Давлат мулкани бошқариш қўмитаси, Ўзбекистон Республикаси Давлат солиқ қўмитаси, «Тошкент» Республика фонд биржаси, олий ўқув юртлиари.

## РЕЗЮМЕ

диссертации Ф.А. Хамидовой на тему: «Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия»  
на соискание ученой степени кандидата экономических наук  
по специальности 08.00.07.- «Финансы, денежное обращение и кредит»

**Ключевые слова:** портфельное инвестирование, портфельные инвестиции; приватизация, акционерные общества; стратегические портфельные инвесторы, спекулятивные портфельные инвесторы; рынок портфельных инвестиций; инвестиционный климат; реновация, реструктуризация; конкурентоспособность.

**Объекты исследования:** рынок отечественных и иностранных портфельных инвестиций, обеспечивающий финансирование, реструктуризацию и реновацию акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности.

**Цель работы:** разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на расширение объемов привлечения портфельных инвестиций в акционерные общества Узбекистана.

**Методы исследования:** системный, сравнительный, статистический и эконометрический анализы, группировка, сопоставление, динамические ряды, выборка, корреляционно-регрессионный анализ.

**Полученные результаты и их новизна:** раскрыта сущность портфельного инвестирования и предложена усовершенствованная классификация портфельных инвесторов; обоснована качественно новая роль портфельных инвестиций как основного инструмента институциональных инвесторов в инновационном обновлении АО, созданных в процессе приватизации; предложены формы, методы и инструменты воздействия на объемы привлечения портфельных инвестиций и инфраструктуру рынка инвестиций для целей реструктуризации и реновационного развития АО, созданных в процессе приватизации; научно обоснованы необходимые объемы привлечения портфельных инвестиций в АО, созданные в процессе приватизации, которые могут дать мощный импульс развитию рынка акций и облигаций АО Узбекистана, созданных в процессе приватизации; разработана концепция формирования благоприятного инвестиционного климата на рынке портфельных инвестиций, повышения привлекательности ценных бумаг АО, созданных в процессе приватизации.

**Практическая значимость:** научные выводы и практические предложения диссертационной работы могут быть использованы при разработке целевой комплексной программы реализации государственной инвестиционной политики в реальном секторе экономики. Отдельные предложения автора можно включить в качестве элементов эффективной инвестиционной политики государства, направленной на становление и развитие стратегически важных АО, созданных в процессе приватизации.

**Степень внедрения и экономическая эффективность:** рекомендации и практические предложения автора приняты для внедрения в практику Государственного Налогового Комитета Республики Узбекистан при разработке нового Налогового кодекса, Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан, Республиканской фондовой биржи «Тошкент». Теоретические результаты выполненного исследования использованы в совершенствовании учебных программ и в преподавании курсов «Финансовый рынок и ценные бумаги», «Управление инвестиционным портфелем» в Ташкентском финансовом институте.

**Область применения:** Государственный комитет по управлению государственным имуществом, Государственный Налоговый Комитет Республики Узбекистан, Республиканская фондовая биржа «Тошкент», высшие учебные заведения.

## RESUME

**Thesis of Farida Khamidova on the scientific degree competition of the doctor of philosophy in economic sciences, specialty 08.00.07 – «Finance, money circulation and credit», subject: «The analysis and ways of portfolio investment attractions to privatized enterprises»**

**Key words:** portfolio investment; portfolio investments; privatization, joint-stock company; strategic portfolio investors, speculative portfolio investors; portfolio investment market; investment environment; renovation, conversion, competitiveness.

**Subjects of the inquiry:** domestic and foreign portfolio investment markets, which provide finance of restructure and renovation of joint-stock companies, organized on the basis property.

**Aim of the inquiry:** elaboration on of scientific offers and practical recommendations directed for expansion of portfolio investment attraction to joint-stock companies of Uzbekistan.

**Methods of inquiry:** systematic, comparative, statistical and econometrical analysis, classification, comparison, analysis of dynamic series, selection, correlation and regression analysis.

**The results achieved and their novelty:** The essence of the portfolio investment is has been revealed and the new classification of portfolio investors has been presented; the new qualitative role of portfolio investments has been based as the main instrument of institutional investors in innovative process of joint-stock companies (JSC) organized in the process of privatization; forms, methods and instruments impacting to the volumes of portfolio investment attraction and infrastructure of investment market have been proposed aimed to the restructure and renovation development of JSC organized in the process of privatization; the necessary volumes of portfolio investment attraction into JSC organized in the process of privatization is proved, which can give strong impulse for the development of stock and bond markets of JSC organized in the process of privatization; and also the concept of the formation of investment environment on the portfolio investment market have been proved.

**Practical value:** scientific summaries, recommendations and practical proposals can be used for target, complex programmer of realization of state investment policy in real sector of economy. Some proposals can be used as elements of effective national investment policy directed for the development of strategically important JSC organized in the process of privatization.

**Degree of embed and economical effectivity:** recommendations and practical proposals of author have been accepted by the State Tax Committee of the Republic of Uzbekistan working out a new Tax codex, Centre on coordination and controlled of the security market functioning, Republican Stock Exchange “Tashkent”. Theoretical results of the research have been used in improving of educational programmers of the courses “Financial market and securities” and “Investment portfolio management” of the Higher Educational Schools.

**Sphere of usage:** State Property Committee, State Tax Committee, Republican Stock Exchange “Tashkent”, Higher Educational establishments.

**Сонскатель:** \_\_\_\_\_



<b>Босишга рухсат этилди</b>	<b>04.12.08</b>
<b>Когоз бичими</b>	<b>30x42</b>
<b>Хисоб-нашр табоги</b>	<b>1,5 б.т.</b>
<b>Адади</b>	<b>100</b>
<b>Буюртма</b>	<b>№ 239</b>

**Тошкент молия институти босмахонасида  
Ризография усулида чоп этилди. 100084, Тошкент  
Кичик халка йули, 7-уй**





