

**БАНКОВСКО-ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

*На правах рукописи
УДК 336.761 (575.1)*

ШОҲАЪЗАМИЙ ШОҲМАНСУР ШОҲНАЗИР ўғли

**МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ПРИОРИТЕТЫ
СТРАТЕГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ РЫНКА
ЦЕННЫХ БУМАГ В УЗБЕКИСТАНЕ**

08.00.07- «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Ташкент – 2011

Диссертационная работа выполнена в Ташкентском финансовом институте

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Олимжонов Одил Олимович

доктор экономических наук, профессор
Иминов Одил Каримович

доктор экономических наук
Бутиков Игорь Леонидович

Ведущая организация: **Ташкентский государственный
экономический университет**

Защита состоится « ____ » _____ 2011 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.

Адрес: 100000, г. Ташкент, ул. Х. Арипова, 16. Зал заседаний.

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

Автореферат разослан « ____ » _____ 2011 г.

**Ученый секретарь Объединенного
специализированного совета
доктор экономических наук**

Мирзаев Ф.И.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИИ

Актуальность работы. Актуальность темы диссертационного исследования обусловлена объективной необходимостью разработки научно-методологического базиса, определения на его основе стратегического развития отечественного фондового рынка на среднесрочную перспективу и механизма их реализации в контексте современной макроэкономической политики, успешно осуществляемой государством на основе “Узбекской модели” развития в условиях глобализации мировой экономики, сопровождающейся периодически повторяющимися финансовыми кризисами.¹ Такая необходимость вызвана тем, что сформировавшийся в 1992-1995 гг., поэтапно совершенствовавшийся в течении нескольких периодов (1996-1998 гг., 1999-2002 гг., 2003-2005 гг., 2006-2007 гг., 2008-2011 гг.) и функционирующий в настоящее время рынок ценных бумаг (РЦБ)² Узбекистана не полностью соответствует высоким требованиям современной макроэкономической политики государства. Так как в течении указанных периодов времени роль отечественного РЦБ, оцененная Всемирным банком³ по показателю “Капитализация в % к ВВП”, в экономике страны оставалась очень низкой – 0,8%, а торговый оборот рынка акций в % к ВВП составлял всего лишь 0,2%, что свидетельствует о несовершенстве его инфраструктуры и низкой значимости в экономике страны – он на сегодняшний день не обладает достаточным благоприятным (S-I)-климатом (т.е. инвестиционным климатом), не является одним из главных механизмов привлечения финансовых ресурсов на цели модернизации экономики, стимулирования роста производства и экономики, снижения инфляции в контексте современной макроэкономической политики государства. К тому же, несмотря на то, что Узбекистан является одним из неотъемлемых звеньев мировой экономики, все еще его фондовый рынок остается не интегрированным в мировой РЦБ.

Все это определяет актуальность темы исследования и научно-практическую ценность его результатов для экономики страны.

Степень изученности проблемы. Анализ экономической литературы показал, что важное фундаментальное значение в решении проблем отечественного РЦБ имеют труды Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова, определяющие приоритетные направления формирования и развития экономики и финансово-кредитной системы страны. При этом сохраняют значение фундаментальные исследования зарубежных школ экономической теории, включающие системный анализ и теоретическое обобщение аспектов проблемы, связанных с финансовыми рынками. Хотя в условиях МФЭК некоторые их положений (теория экономического либерализма, доктрина невмешательства государства в экономику) не срабатывают в полном объеме, что указывает на справедливость “Узбекской модели” развития,

¹ Каримов И.А. Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана. - Т.: Узбекистан, 2009.-48 с.; www.mirkin.ru (Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008).

² В данном исследовании понятия “рынок ценных бумаг” и “фондовый рынок” считаются синонимами.

³ www.worldbank/wdi.org.

системно охватывающая, без исключения, практически все аспекты развития жизни страны. Некоторые теоретические и практические аспекты развития отечественного рынка ценных бумаг исследованы в научных работах И.Бутикова, М.Хамидулина, В.Котова, С.Абдуллаева, И.Алимова, О.Азизова и др.⁴ Вместе с тем, большинство публикаций в области фондового рынка, появившиеся за годы независимости, имеет научно-популярный характер, либо рассматривает некоторые аспекты рынка в рамках отдельных кандидатских диссертаций⁵ и докторской диссертации⁶, которые защищены в период 2000-2010 гг. Однако, эти работы отличаются от нашей диссертационной работы по постановке проблематики исследования, методологии решения проблем и содержанию.

Анализ публикаций относительно российского рынка ценных бумаг показал, что в них в центре внимания таких ученых, как Я.Миркин, Б.Рубцов, А.Килячков, Э.Баринов, О.Хмыз, В.Колесников, Н.Берзон и др.⁷, находятся проблемы национального РЦБ во взаимосвязи с зарубежными рынками, которые полезны для их изучения и осуществления сравнительного анализа с точки зрения возможности использования выводов для развития фондового рынка Узбекистана.

⁴ Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития.-Т.: Konsauditinformnashr, 2008. - 224 с.; Ачилов М.Ф., Алиев М.Г., Котов В.А., Тешаев Ш.Ж., Хамидулин М.Б. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра. - Т.: Молия, 2002. - 268 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. - Т.: Молия, 2008. - 204 с.; Абдуллаев С.П. Пути расширения масштабов использования коммерческими банками Узбекистана потенциала ценных бумаг. – Т.: Молия, 2009. - 244 с.; Алимов И.И. Тижорат банкларининг кимматли коғозлар билан операциялари.-Т.: ТДИУ, 2007.-202 с.; Азизов О.М., Каримова З. Финансовые рынки и инструменты.-Т.: Изд. Национального общества философов Узбекистана, 2006.-204 с.

⁵ Алиев М.Г. Проблемы совершенствования механизма регулирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Т., 2000.-20 с.; Алиев У.М. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Т., 2008.-21 с.; Акромов Х.М. Ўзбекистон Республикаси кимматли коғозлар бозорининг ривожланишига макроиқтисодий таъсири: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Т., 2010.-22 б.; Арифджанова С.А. Проблемы развития внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в условиях либерализации экономики: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Т., 2002.-20 с.; Зайниддинов Р.З. Фьючерс операциялари ва уларни Ўзбекистонда қўллашнинг муаммолари: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Т., 2001.-21 с.; Кахаров К.К. Развитие рынка ценных бумаг Узбекистана: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Москва, РЭА им.Г.Плеханова, 2010.-25 с.; Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Т., 2002.-20 с.; Муминов С.Ф. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Т., 2004.-21 с.; Султанова Л.Ш. Рынок ценных бумаг и особенности его становления в странах с переходной экономикой: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Т., 2000.-22 с.; Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Т., 2009.-19 с.; Хусанов Н.Д. Повышение эффективности привлечения инвестиций в национальную экономику через рынки ценных бумаг: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Т., 2000.-22 с.; Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и ее интеграция в международный рынок капитала: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Т., 2003.-20 с.

⁶ Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: Автореферат дисс.... доктора. экон. наук.-Ташкент, БФА, 2009.-42 с.

⁷ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. -М.: Альпина Паблишер, 2002.-578 с.; Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.-382 с.; Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2005.- 687 с.; Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учебное пособие для вузов экономического профиля. – 2-е изд. – М.: Вита-Пресс, 1999. – 400 с.; Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки валютные и ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2001. – 608 с.; Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 448 с.

Работы ученых – Р.Тьюлз, Э.Бредли, С.Коттл, У.Шарп, Х.Бэр, Дж.Тобин, Дж.Линтнер и многие др.⁸ – дальнего зарубежья имеют весомое значение в развитии фондовых рынков индустриальных и прогрессивных стран. Они во многом полезны для изучения мирового опыта в этой области.

Таким образом, из анализа экономической литературы следует, что по-прежнему важен поиск теоретических обобщений и концепций в области развития РЦБ, которые были бы обращены к результатам, накопленным зарубежными школами в многолетних исследованиях развитых РЦБ. Мировым финансовым и научным сообществом во многом не подведены теоретические итоги развития мирового РЦБ, в том числе и РЦБ Узбекистана. Причем в Узбекистане остро стоит проблематика стратегического развития РЦБ в контексте современной макроэкономической политики государства на базе системного подхода. Её решение могло бы обеспечить устойчивое и конкурентное развитие РЦБ, снижение его рисков, рост денежных ресурсов, перераспределяемых через РЦБ на цели инвестиций в реальный сектор.

Связь диссертационной работы с тематическими планами НИР. Работа выполнена в рамках плана научно-исследовательских работ Ташкентского финансового института.

Цель исследования: разработка научно-методологических основ, определение приоритетов стратегического развития отечественного фондового рынка на среднесрочную перспективу и механизма их реализации в контексте современной макроэкономической политики государства.

Задачи исследования:

- разработка и обоснование более совершенного научно-методологического базиса системного исследования и среднесрочной стратегии развития отечественного рынка ценных бумаг с учетом положений “Узбекской модели” развития и экономической системологии, а также макроэкономических условий и потенциала программ модернизации экономики, реализуемых в Узбекистане;

- системное исследование: тенденций развития мирового рынка ценных бумаг по выборке основных развитых и развивающихся стран во взаимосвязи в условиях финансовой глобализации; степени взаимосвязи страновых фондовых рынков; тенденций и причин проявления финансовых кризисов на этих рынках; моделей рынков ценных бумаг;

- системный анализ отечественного фондового рынка в сопоставлении с рынками по выборке 76 развивающихся стран, оценка его существующих резервов и проблем развития, которые определяют необходимость его перехода в более развитую фазу;

⁸ Тьюлз Р., Бредли Э. Фондовый рынок. – 6-е издание: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1997.-587 с.; Коттл С., Мюррей Р., Блок Ф. “Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2000. – 674 с.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.; Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков/Пер. с немецкого Ю.М.Алексеева, О.М.Иванова.-М.: Волтерс Клувер, 2006.-624 с.; Tobin J. The Theory of Portfolio Selection in F.H.Hahn and F.R.P. Brechling (eds), The Theory of Interest Rate, London, Macmillan, 1965, pp.3-51; Lintner J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, Review of Economics and Statistics, February, 1965, pp. 13-27.

- анализ и определение приоритетов, индикативных ориентиров и прогнозных перспектив стратегического развития (по различным сценариям) рынка ценных бумаг Узбекистана на среднесрочный период и разработка механизма реализации этих приоритетов.

Объект исследования: рынок ценных бумаг Узбекистана и взаимосвязанные зарубежные фондовые рынки.

Предмет исследования: совокупность финансовых отношений, формирующихся в процессе функционирования и развития рынка ценных бумаг в условиях либерализации экономики.

Методы исследований: диалектический и системный подходы, группировка и статистическая обработка данных, экономико-математические модели, корреляционно-регрессионный и сравнительный анализ, синтез, прогнозирование, экстраполяция, экспертный анализ.

Гипотеза исследования: только переход отечественного рынка ценных бумаг в категорию международно-интегрированных фондовых рынков, отвечающую высоким требованиям современной макроэкономической политики государства, позволит: 1) превратить его в один из главных механизмов привлечения инвестиций на цели модернизации экономики, обеспечения устойчивого экономического роста (как минимум 7%) и удержания инфляции на уровне 7-9%; 2) привести к наиболее полному выполнению рынком социальных и экономических функций, свойственных для международно-интегрированных фондовых рынков, и повысить на основе этого его конкурентоспособность и обеспечить интеграцию в мировой рынок ценных бумаг на условиях, приемлемых для Узбекистана.

Основные положения, выносимые на защиту:

- научно-методологический базис системного представления, исследования и разработки стратегии развития РЦБ – его перехода в более развитую фазу (в международно-интегрированную форму) во взаимосвязи с реальной экономикой, который с позиции экономической системологии позволил развить научные взгляды на фондовый рынок, его терминологический аппарат и методологию системного решения его проблем в комплексе;

- на основе положений экономической системологии фондовый рынок можно представить как сложную рыночно-экономическую систему во взаимосвязи с реальной экономикой, являющейся производственно-экономической системой, которые регулируются общим макрорегулятором. Причем с позиции комплексности и системности необходимо рассматривать во взаимосвязи юридический, экономический, информационный и психологические аспекты содержания ценных бумаг в их жизненном цикле, протекающем на их рынке, следовательно, считать его функционирование обеспеченным специальным экономико-информационно-правовым механизмом, фондовый рынок можно рассматривать как индустрию ценных бумаг, обладающей своим особым (S-I)-климатом и взаимосвязанными элементами, являющимися различными участниками фондового рынка, а суть происходящих в ней событий как результат действия механизма причинно-следственных связей между факторами и явлениями в экономической системе;

- необходимо соблюдение принципа эквивалентности рыночной стоимости ценной бумаги, определяемой на основе рыночной стоимости ее реального базиса, и рыночной ее цены, что является главной предпосылкой для обеспечения эквивалентности фондового рынка и реальной экономики, следовательно, для предотвращения образования “пузырей” на финансовом рынке. Так как рыночная цена ценной бумаги – это не ее рыночная стоимость, а их эквивалентность достигается тогда, когда виртуальная стоимость пренебрежительно мала и рыночная стоимость и рыночная цена бумаги эквивалентны. Причем принцип эквивалентности РЦБ и реальной экономики с общим макрорегулятором в экономической системе доказуемо математически на основе теории аналогий. Это является основанием для представления пары “РЦБ и Макрорегулятор” в виде уравниваемого квазианалога, а также говорить о подобии (эквивалентности) ценной бумаги и ее базиса, под который она выпущена, и эквивалентности РЦБ и реальной экономики. Следовательно, необходимо оценивать во взаимосвязи реальную стоимость и виртуальную стоимость ценной бумаги с помощью комплексной стоимости;

- теоретическое представление функционирования РЦБ экономической моделью, основанной на уравнении $SV = PI$ (где: I - инвестиции, воплощенные в ценные бумаги как особый товар РЦБ и фондовая ценность; S – объем сбережений, предложенных для инвестирования в ценные бумаги; V – скорость возвратности с отдачей (или потерей) сбережений, инвестированных в ценные бумаги; P – рыночная цена или стоимость сделки по ценным бумагам), позволяющем установить в математической форме соотношение между экзогенными и эндогенными переменными. Данное уравнение справедливо в силу $IS-LM$ модели, эквивалентности фондового рынка и реальной экономики, следовательно, двух равновесных уравнений $[Y-I]+[T-G]=N$ и $MV=PT$, характеризующих бюджетно-налоговую (фискальную) политику и кредитно-денежную (монетарную) политику соответственно;

- методология, принципы и результаты сравнительного анализа фондовых рынков по выборке 76 развивающихся стран, сопоставимых с Узбекистаном, на основе которых выявлена тесная взаимосвязь страновых фондовых рынков в условиях финансовой глобализации в силу синхронности их движения по основным индикаторам. Это дает основание говорить о сформированности к настоящему времени архитектуры единого мирового фондового рынка, а также обоснованы следующие положения: фондовый рынок сглаживает стохастические колебания (краткосрочные) в экономике, динамика его развития производна от долгосрочных экономических циклов (т.е. темпы его развития и периоды интенсивности экономического роста синхронны), факторы, воздействующие на фондовый рынок, и явления (как результат воздействия факторов на рынок) находятся в причинно-следственной связи и трансформируются друг в друга во времени; рынок ценных бумаг выполняет важные социальные и экономические функции, благодаря которым эквивалентно отражает все то, что происходит в экономике и обществе;

- прогнозные модели и система индикативных ориентиров развития отечественного рынка ценных бумаг на среднесрочную перспективу;

- Узбекистану целесообразно, в силу “Узбекской модели” развития, ориентироваться на модель общественно-государственной формы макрорегулирования финансового рынка, которая способна обеспечить взаимоувязанное и сбалансированное регулирование РЦБ и реальной экономики, что является главным условием соблюдения принципа их эквивалентности и благоприятности (*S-I*)-климата на рынке. Причем в составе макрорегулятора нужно ввести интегрированную в него двухуровневую комплексную систему управления качеством индустрии ценных бумаг. А для борьбы с появлением в будущем глобальных финансовых кризисов или противостояния им целесообразна модель системы макрорегуляторов с общим метастаблизатором;

- стратегию развития отечественного фондового рынка в контексте макроэкономической политики государства, необходимо реализовать в два этапа: достижение пороговых значений индикаторов рынка в кратко- или хотя бы среднесрочной перспективе, достижение граничных значений индикаторов в средне- или долгосрочной перспективе.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

- сформированы с позиции экономической системологии теоретические взгляды на сущность, форму и содержание современных ценных бумаг и их рынка, на основе которых развит терминологический аппарат, разработан научно-методологический базис системного исследования и развития РЦБ во взаимосвязи с реальной экономикой, представлен принцип эквивалентности ценной бумаги и её базиса, фондового рынка и реальной экономики;

- дано обобщенное экономическое определение фондовому рынку как функцию спроса и предложения ценных бумаг, представлены экономическая модель рынка ценных бумаг, равновесное уравнение спроса и предложения на нем, его передаточная функция, определены социальные и экономические функции, основные принципы устойчивого функционирования;

- разработан секьюритетический метод оценки “пузыря” на рынке ценных бумаг, основанный на расчете показателя комплексной стоимости ценной бумаги, который состоит из реальной и виртуальной её стоимости;

- выявлены причины и закономерности финансовых кризисов, в том числе мирового финансово-экономического кризиса, в контексте которых сформулированы выводы и предложения по предотвращению системного риска – риска проявления финансового кризиса;

- разработан и представлен метод классификации моделей национальных РЦБ по признаку полноты выполнения рынком социальных и экономических функций, а также соответствующий критерий оценки, на основе которого: разработан метод решения задач анализа-синтеза, выбора и оптимизации структуры индустрии ценных бумаг; наглядно и обозримо проведена систематизация (группировка) рынков по данному признаку;

- разработана и представлена методология и принципы сопоставительного анализа с глубиной 10-15 лет тенденций развития мирового фондового рынка по выборке 20-ти развитых и 76-ти развивающихся стран;

- разработаны и представлены схематические модели: макрорегулятора финансового рынка; комплексной системы двухуровневого обеспечения и

регулирования качества РЦБ; архитектуры мирового фондового рынка; системы макрорегуляторов с общим метастабильзатором;

- разработана методология системного анализа тенденций развития фондового рынка Узбекистана, результаты которого позволили дать объективную оценку его значимости в экономике, оценить существующие его резервы и выявить причины их недоиспользования, а также определить регионально-отраслевые диспропорции в его функционировании;

- определены и представлены индикаторы финансовой безопасности и конкурентоспособности финансово-кредитной системы страны с граничными значениями, которые могут выступить количественными ориентирами развития отечественного фондового рынка на среднесрочную перспективу;

- разработаны методология и прогнозная модель оценки последствий и перспектив фондового рынка в условиях вступления Узбекистана в ВТО;

- определены приоритеты, разработаны прогнозная модель и комплекс мер по стратегическому развитию фондового рынка Узбекистана на среднесрочную перспективу в контексте современной макроэкономической политики государства.

Научная и практическая значимость результатов исследования.

Научная значимость работы заключается в том, что полученные научные выводы и результаты играют важную роль в решении теоретических и прикладных проблем эффективного развития отечественного рынка ценных бумаг на среднесрочный период в соответствии с “Узбекской моделью” экономического развития страны. Практическая значимость результатов исследования обусловлена тем, что они приняты для внедрения в практическую деятельность Олий Мажлиса Республики Узбекистан, Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе, некоторых профессиональных участников фондового рынка. Эти результаты могут быть использованы Министерством финансов, Центральным банком, Государственным комитетом по управлению Государственным имуществом Республики Узбекистан при разработке Государственной программы стратегического развития отечественного фондового рынка на среднесрочный период в контексте современной макроэкономической политики государства. Её реализация может обеспечить эффективное функционирование и регулирование отечественного фондового рынка, благоприятный (S-I)-климат на нём, рост его ликвидности и конкурентоспособности в условиях финансовой глобализации, снижение его рисков, рост денежных ресурсов, перераспределяемых через него на цели инвестиций в реальный сектор и устойчивого экономического роста.

Реализация результатов. Результаты выполненного исследования приняты для внедрения в практику Олий Мажлисом Республики Узбекистан (акт о внедрении от 21.11.2008 г.); Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Государственном комитете по управлению государственным имуществом Республики Узбекистан (акт о внедрении от 05.02.2009 г.); ОАО “Kapital Invest”, ОАО “Ishonch” (акт о внедрении от 17.11.2008 г.); Депозитарной компанией “Depozit servis” (акт о

внедрении от 17.11.2008 г.). Материалы диссертационной работы использованы при совершенствовании учебных программ курсов “Финансовый рынок и ценные бумаги”, “Основы финансового инжиниринга”, “Регулирование финансового рынка”, “Экономическая системология”, “Финансометрика”, “Корпоративная политика”, “Управление портфелем ценных бумаг” и в процессе их преподавания в Ташкентском финансовом институте (акт о внедрении от 13.11.2008 г.).

Апробация работы. Основные положения и результаты диссертационной работы изложены и одобрены в виде научных докладов на следующих международных и республиканских научно-практических конференциях: Международные Плехановские чтения (Москва, 2003, 2004, 2011), “Проблемы углубления реформ в банковской и финансовой системах Республики Узбекистан” (Ташкент, 2005), “Дальнейшее углубление реформ в банковско-финансовой системе Узбекистана” (Москва, 2007), “Международный опыт создания финансово-промышленных групп и проблемы совершенствования корпоративного управления в Узбекистане” (Москва, 2008); “Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана” (Ташкент, 2009); “Эффективность антикризисных программ и приоритеты посткризисного развития” (Ташкент, 2010); “Проблемы и пути наращивания инновационного потенциала экономик стран Центральной Азии” (Москва, 2011).

Диссертационная работа обсуждена и рекомендована к защите на расширенном заседании кафедры “Финансовый инжиниринг и рынки” и заседании научного семинара при Объединенном специализированном совете при Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан.

Опубликованность результатов. Основные положения и выводы диссертации опубликованы в 74 научных и учебно-методических работах, 6 свидетельств на авторское право.

Структура и объем диссертации. Структура диссертации состоит из введения, пяти глав, заключения, списка использованной литературы и приложений к диссертации. Диссертационная работа изложена на 233 страницах, содержит 20 таблиц и 25 рисунков.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Основное внимание в диссертационном исследовании направлено на разработку научно-методологических основ, определение приоритетов и ориентиров стратегического развития отечественного рынка ценных бумаг на среднесрочную перспективу и механизма реализации этих приоритетов в контексте современной макроэкономической политики государства на основе системного исследования современных тенденций и проблем развития мирового фондового рынка в условиях экономической глобализации.

Первая глава диссертации посвящена исследованию, разработке и обоснованию научно-методологических основ системного анализа и концепции развития рынка ценных бумаг (РЦБ) Узбекистана на основе фундаментальных трудов Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова и поло-

жений экономической системологии. Причем одной из предпосылок формирования парадигмы «экономической системологии» является утверждение МВФ: «Анализ взаимосвязей между финансовыми системами и макроэкономическим поведением – это подлинный вызов», а также тенденции, связанные с финансовыми кризисами, отражают как объективную сложность и неустойчивость современных финансовых и экономических рынков, так и неадекватность аналитического инструментария быстро меняющимся реалиям наших дней.⁹ Следовательно, новые явления на мировых рынках заставляют пересматривать основные понятия и гипотезы экономической науки, т.е. адекватным образом совершенствовать её методологическую основу.

Одним из важных результатов реформ, достигнутых в годы независимости, является функционирующий в настоящее время РЦБ Узбекистана, который сформировался в 1992-1995 гг., поэтапно совершенствуется в течение нескольких периодов (1996-1998 гг., 1999-2002 гг., 2003-2005 гг., 2006-2007 гг., 2008-2011 гг.) и по сей день. Однако, по оценкам Всемирного банка и мнению экспертов, в течении этих периодов времени роль отечественного РЦБ в экономике страны оставалась очень низкой, его инфраструктура не достаточно развита, как следствие, он на сегодняшний день не полностью отвечает требованиям современной макроэкономической политики государства. Все это указывает на необходимость разработки научно-методологического базиса системного исследования и стратегического развития отечественного РЦБ на основе “Узбекской модели” и принятого в стране инновационно-прорывного пути развития, положений современной экономической науки и практики. Причем главными предпосылками в свете высоких требований современной макроэкономической политики государства являются: ресурсы, имеющиеся в стране, благоприятные макроэкономические условия и инвестиционный климат, созданные в стране; потенциал антикризисных мер на 2009-2012 годы и программы мер по развитию промышленности и финансово-банковской системы республики на 2011-2015 годы; отсутствие в мире пока еще универсальной – общей для всех стран – методологии, следовательно, и концепции развития странового РЦБ. В этой связи наилучшие перспективы может предоставить экономическая системология, которая способна выступить современным научно-методологическим базисом для системного исследования и сбалансировано-устойчивого развития реальной экономики и рынка (в том числе и РЦБ) во взаимосвязи на мета, макро, мезо, микро и нано уровнях. Так как положения экономической системологии с позиции системности и комплексности полностью ассоциируются с методологическими основами “Узбекской модели” развития – трудами Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова – и осуществляемой в соответствии с ней прогрессивной макроэкономической политикой государства в условиях экономической глобализации и либерализации. В частности, с позиции экономической системологии РЦБ можно представить как сложную рыночно-

⁹ World Economic Outlook. Financial Systems and Economic Cycles/IMF. Washington, 2006.-p.53; Смирнов А. Кредитный “пузырь” и перколяция финансового рынка // Вопросы экономики, М., №10, 2008.-с.9.

экономическую систему (РЭС) во взаимосвязи с реальной экономикой, являющейся производственно-экономической системой (ПЭС), которые регулируются общим макрорегулятором (рис.1, где: ВФ – внешние факторы; ВСР – выходные величины по индикаторам РЦБ; ВСЭ - выходные величины по индикаторам ПЭС; ФСР – факторы, воздействующие на структуру РЦБ; ФСЭ – факторы, воздействующие на структуру ПЭС; ФФР - факторы, воздействующие на функцию РЦБ; ФФЭ - факторы, воздействующие на функцию ПЭС. Причем ФФР, ФФЭ, ФСР, ФСЭ являются внутренними факторами, формируемыми макрорегулятором (М) в зависимости от ВСР и ВСЭ. Причем ВСР и ВСЭ формируются РЦБ и ПЭС соответственно в зависимости от ВФ).

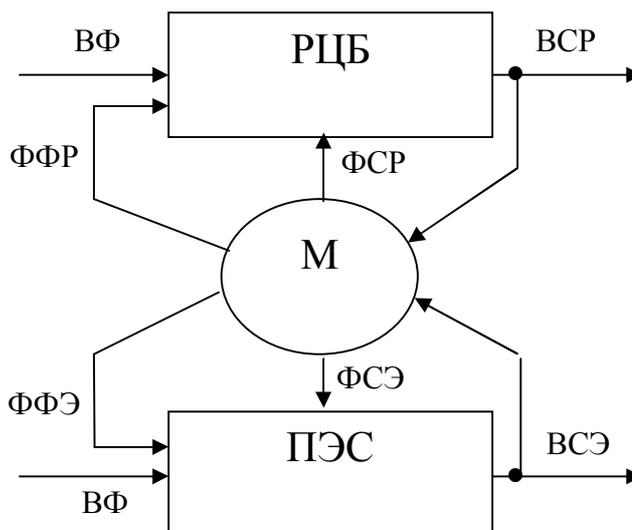


Рис.1. Структурно-функциональная модель взаимосвязанного функционирования РЦБ (как специализированная форма РЭС) и реального сектора экономики (как ПЭС) с общим макрорегулированием (М)

Согласно модели, представленной на рис.1, на РЦБ все элементы ПЭС строят рыночные отношения на плоскости РЭС между собой посредством ценных бумаг в зависимости от их конъюнктуры на рынке и политики макрорегулятора. Данная модель в наглядной форме демонстрирует причинно-следственную связь (ПСС), формируемую процессом воздействия факторов и формирования явлений, а также их трансформацию. Причем государственная политика макрорегулятора на рис.1, основывается на достижении сбалансированного с реальной экономикой равновесия одновременно на РЦБ (по его экономической модели) и других формах РЭС. На основе этого можно с позиции комплексности и системности рассматривать РЦБ как индустрию ценных бумаг (ИЦБ), обладающей своим особым (S-I)-климатом и взаимосвязанными элементами как это показано в структурно-графовой модели, представленной на рис.2 (где: ТС – торговые системы или, иначе говоря, организаторы торговли; И – инвесторы; Э – организации, выпускающие ценных бумаг; ПУ – профессиональные участники РЦБ; ГР – государственные регуляторы и СР – институты саморегулирования на РЦБ, т.е. негосударственные

организации), а суть происходящих в ней событий как результат действия механизма ПСС между факторами и явлениями.

Связь между элементами модели на рис.2, которыми являются участники РЦБ, осуществляется по 15-ти структурным и четырем функциональным каналам. По структурным каналам устанавливается связь между элементами этой модели. Функциональные каналы – информационный, нормативно-правовой, регулятивный, финансово-экономический – обеспечивают рыночные отношения между элементами.

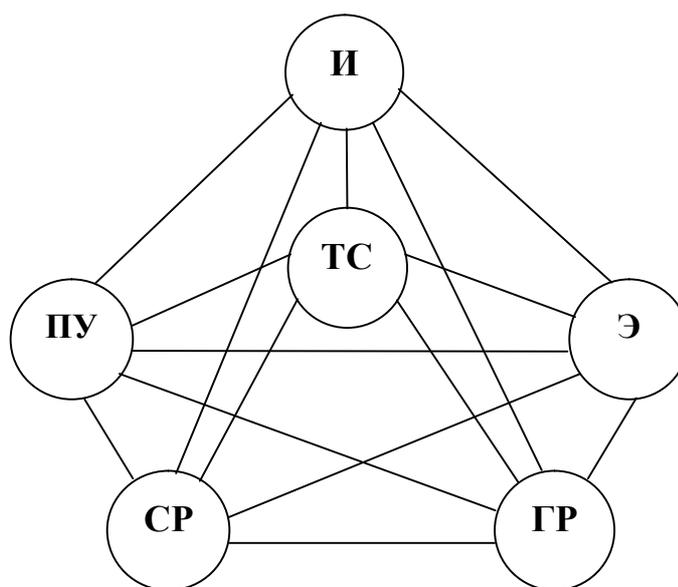


Рис.2. Обобщенная структурно-графовая модель индустрии ценных бумаг

При этом элементы ИЦБ отличаются друг от друга по видам рыночных отношений, имеющих общую цель – достижение каждым элементом своего интереса в соответствии с видом его деятельности. Элементы ИЦБ образуют сильно связанную графовую модель сложной РЭС (рис.2) – рыночную индустрию ценных бумаг, обеспечивающую финансовые отношения на основе реализации элементами функции спроса и предложения ценных бумаг.

Можно заметить, что функционирование каждой подсистемы на рис.1 и элемента на рис.2 строго упорядочено специальным экономико-информационно-правовым механизмом, устанавливаемым государством в зависимости от социокультурного выбора, модели социально-экономической и политической модели развития общества. Данный механизм приводится в действие всеми участниками РЦБ, каждый из которых преследует свою цель и задачи, реализуемых ими по мере их функциональных возможностей, их предпочтений и ожиданий, обусловленных их потребностями и конкурентоспособностью. Причем главной силой, действующей на РЦБ, являются, несомненно, государство и желание достичь каждым из участников рынка своей главной цели – экономического интереса в ожидаемом объеме, установленном порядке, виде и форме.

На основе анализа положений теории финансов (инвестиций) относительно сущности ценных бумаг и их рынка с точки зрения экономической системологии и содержания моделей, представленных на рис.1 и рис.2, фондовый рынок можно определить как функцию спроса и предложения ценных бумаг, и на этой основе трансформации сбережений в инвестиции. Следовательно, равновесное состояние РЦБ может быть представлено уравнением $SV = PI$ (где: I - инвестиции, воплощенные в ценные бумаги как особый товар РЦБ и фондовая ценность; S – объем сбережений, предложенных для инвестирования в ценные бумаги; V – скорость (период времени) возвратности с отдачей (или потерей) сбережений, инвестированных в ценные бумаги, т.е. ликвидность; P – рыночная цена или стоимость сделки по ценным бумагам), полученным на основе $IS-LM$ модели и эквивалентности двух равновесных уравнений $[Y-I]+[T-G]=N$ и $MV=PT$, характеризующих соответственно бюджетно-налоговую и монетарную политику государства. Причем ценная бумага: имеет свой период жизни, обеспечена специальным экономико-информационно-правовым механизмом, определяемым юридической конструкцией, экономическим содержанием и информационным обеспечением, является одновременно особым товаром и фондовой ценностью (капиталом), обладает обособленным рынком, поведение которого тесно связано с процессами, протекающими в экономике и обществе.

В силу уравнения $SV=PI$, возможно представление экономической модели РЦБ, которая позволяет установить в математической форме соотношения между его экзогенными (входными) и эндогенными переменными. В ней r и S - экзогенные переменные (А), P_a, I (привлеченные инвестиции, посредством количества проданных ЦБ Q) - эндогенные переменные (В). Зависимость этих переменных (считая их заранее заданными) можно легко объяснить на модели ступенчатых кривых спроса и предложения, а также их равновесное состояние, которая наглядно демонстрирует, как изменение S, I или r может повлиять на РЦБ. Например, при увеличении S повышается спрос на ценную бумагу (ЦБ) Q^d , а при повышении r уменьшается предложение ЦБ Q^s , в этом случае равновесное значение P_a^* увеличивается, а равновесное значение Q^* уменьшается. Причем модель спроса на ЦБ представлена как $Q^d = D(P_a, S, r)$, в которой спрос зависит от рыночной цены (курса) ЦБ P_a и объема сбережения S , а также от ставки доходности r , учитывающей инфляцию. Спрос также зависит от того, что инвестор (покупатель ЦБ) насколько готов заплатить своими сбережениями по текущей рыночной цене P_a за будущий (предполагаемый или расчетный) доход по ставке r при наличии определенных рисков, характерных для РЦБ. Модель предложения ЦБ $Q^s = S(P_a, I, r)$ зависит от P_a и ставки доходности r , включающей инфляционную премию, а также от объема потребных инвестиций I . Причем P_a определяются двумя факторами: соотношением спроса и предложения на ЦБ; величиной капитализированного дохода по ЦБ. В свою очередь, r зависит от: реальной ставки доходности R и темпа инфляции; числа периодов n , за которые начисляется доход. Следовательно, P_a изменяется так, чтобы на РЦБ обеспечивалось равновесие спроса и предложения: $Q^s = Q^d$. В целом эти уравнения

раскрывают и объясняют сущность обобщенной экономической модели РЦБ У.Шарпа¹⁰, которые позволяют выявить принципиальные экономические связи переменных, т.е. влияние экзогенных переменных (А) на эндогенные (В). В частности, отношение между В и А можно представить как передаточную функцию РЦБ: $W(Q^d, Q^s) = \{B(P_w, Q)\} / \{A(r, S)\}$. Оно объясняет связь между колебаниями объемов инвестиций и колебаниями на РЦБ, которая позволит принять решение об инвестировании в ценные бумаги. Его преимущество как средства измерения стимулов к осуществлению инвестиций заключается в том, что этот показатель $W(Q^d, Q^s)$ отражает как ожидаемую будущую прибыльность капитала, так и его сегодняшнюю прибыльность. На основании показаний измерения можно судить также о степени привлекательности РЦБ.

В силу эквивалентности двух подсистем на рис.1, можно принять ценную бумагу за “двойник-аналог” базиса, как следствие, РЦБ за “двойник-аналог” реальной экономики (ПЭС). Моделируя свойства ценной бумаги и РЦБ можно с помощью математической модели характеризовать свойства реального эмитента и ПЭС соответственно. Эта особенность двух регулируемых эквивалентных объектов (но разных по природе) позволяет их описать двумя эквивалентными дифференциальными уравнениями соответственно и выступает главной предпосылкой применения теории уравниваемых квазианалоговых моделей. Так как в этих моделях используется принцип эквивалентности, сущность которого заключается в том, что модель и моделируемый объект описываются системами уравнений, учитывающих условия эквивалентности параметров объекта и модели с точностью до постоянных или переменных масштабных коэффициентов. В общем случае условия эквивалентности могут быть таковы, что для их реализации необходимо будет использовать получаемые в модели величины. Так как эти величины заранее не известны, то для реализации условий эквивалентности нужно организовать определенный процесс уравнивания.¹¹

Таким образом, РЦБ как специальная форма РЭС (рис.2), эквивалентно отражающая ПЭС, и Макрорегулятор (М) как аналог регулирующей структуры (рис.1), ни что иное, как модель с уравниваемым квазианалогом.

В силу всего сказанного, можно говорить, что РЦБ, в отличие от других видов рынка, свойствен целый ряд социальных и экономических функций, благодаря которым он играет роль “барометра” состояния экономической системы, следовательно, выступает ее “аналогом-двойником”, эквивалентно отражающим все то, что происходит в ней и обществе в целом. К важнейшим из функций РЦБ можно отнести:

- аккумулярование и трансформация сбережений в инвестиции и обратно для целей содействия накоплению капитала и росту национального богатства, покрытия потребностей экономики в инвестициях;

¹⁰ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-с.95-114.

¹¹ Пухов Г.Е. Методы анализа и синтеза квазианалоговых электронных цепей. – К.: Наукова думка, 1967.- 359 с.; Пухов Г.Е., Евдокимов В.Ф., Синьков М.В. Разрядно-аналоговые вычислительные системы. – М.: Сов. радио, 1978. – 256 с.

- формирование, в условиях инфляции и рисков, справедливой рыночной стоимости и объективной рыночной цены инвестиций и сбережений;

- содействие экономическому росту и снижению инфляции посредством снижения стоимости внешнего финансирования для потребителей инвестиционных ресурсов и обеспечения эффективного перетока капитала в наиболее жизнеспособные проекты, продвижения перспективных инноваций, конкурентоспособные отрасли экономики;

- обеспечение условиями благоприятного (S-I)-климата, необходимого для трансформации сбережений в инвестиции и обратно;

- обеспечение макроэкономической сбалансированности, отражаемой равновесными уравнениями ($SV=PI$, $[Y-I]+[T-G]=N$, $MV=PT$), и стимулирование эффективности политики корпоративного управления, направленной на защиту прав и законных интересов инвесторов;

- обеспечение действия принципа «акселератора П.Самуэльсона», который гласит так: «рост реального ВВП влечет за собой рост реальных инвестиций, в свою очередь, подъем реальных инвестиций вызывает ответный рост ВВП», и соблюдения принципа эквивалентности ценных бумаг и их базиса, как следствие – РЦБ и экономики;

- придание субъекту экономики параллельную жизнь в рыночной индустрии ценных бумаг, в которой обеспечивается полная увязка между собой рыночной ценой ценной бумаги и реальной рыночной стоимости ее базиса, находящегося в системе реального экономического производства и воспроизводства. Поскольку процесс развития базиса (эмитента) в этой системе зависит от состояния РЦБ (рыночной конъюнктуры ценных бумаг, выпущенных под базис), равно как состояние РЦБ зависит от этого процесса. На этом основании формируется объективная рыночная цена и справедливая оценка стоимости, осуществляется рыночный отбор базиса, основанный на свободной, но жесткой конкуренции в индустрии ценных бумаг;

- информационно-прогностическое обеспечение деловой активности посредством ценных бумаг, обеспеченных экономико-информационно-правовым механизмом (ЭИПМ) функционирования РЦБ.

В силу этих функций, можно определить РЦБ как особую форму РЭС, в которой элементы экономической системы вступают в рыночные отношения, опосредованные ценными бумагами. Не удивительно, что РЦБ является одним из главных рыночных индикаторов экономической активности, за которым внимательно и постоянно следят специалисты и политики.

В целом функционирование РЦБ, основанное на моделях, показанных на рис.1 и рис.2, выполняет важнейшие экономические и социальные функции на основе следующих 11-ти принципов: 1) эквивалентности ценной бумаги и ее базиса-эмитента, РЦБ и реальной экономики (т.е. пары “РЦБ – Реальная экономика” по рис.1), обеспечиваемая экономико-информационно-правовым механизмом и рефлексивным поведением рынка, которые приводятся в действие всеми участниками РЦБ по рис.2; 2) гибкой регуляции, обеспечивающей благоприятный (S-I)-климат на РЦБ и сглаживание негативного воздействия на эквивалентную пару “РЦБ – Реальная экономика”

внешних и внутренних факторов; 3) справедливости рыночной стоимости ценных бумаг (и их базиса) и объективности их рыночных цен; 4) транспарентности эквивалентной пары “РЦБ и реальная экономика” на рис.1; 5) упорядоченности функционирования РЦБ; 6) стандартизации и унификации норм функционирования РЦБ; 7) свободы доступа к РЦБ, т.е. его открытость; 8) обеспечения здоровой конкуренции и ограничения монополий; 9) свободной интернационализации РЦБ; 10) свободы и оперативности движения потоков капиталов через РЦБ; 11) полноты выполняемых РЦБ социальных и экономических функций. Как следует из этих принципов, важным условием выступает строгое соблюдение принципа эквивалентности рыночной стоимости ценной бумаги, определяемой на основе рыночной стоимости ее реального базиса, и рыночной ее цены, что является главной предпосылкой для обеспечения эквивалентности фондового рынка и реальной экономики, следовательно, для предотвращения образования “пузырей” на финансовом рынке. Обусловлено это тем, что рыночная цена ценной бумаги – это не ее рыночная стоимость, а их эквивалентность достигается тогда, когда виртуальная стоимость пренебрежительно мала и рыночная стоимость и рыночная цена бумаги эквивалентны. Следовательно, необходимо оценивать во взаимосвязи реальную стоимость и виртуальную стоимость ценной бумаги, следовательно, и величину “пузыря” на РЦБ, с помощью комплексной стоимости на основе скьюриметрического метода по формуле: $Z_C = r + jm$ (где r – реальная часть; jm – мнимая часть; j – некоторый символ, определяющий принадлежность m к спекулятивно-рыночной категории; символ $+$ не означает операцию сложения, реальная часть формулы характеризует реальную стоимость, оцениваемую на основе финансового базиса, а мнимая часть – виртуальную стоимость ценной бумаги, которая формируется на вторичном рынке).

Вторая глава работы посвящена системному анализу тенденций развития мирового РЦБ по выборке 76-ти развивающихся стран и 20-ти развитых стран (в том числе в формате стран G7 – «Большой семёрки»). Результаты анализа показали, что тенденции мирового РЦБ производны от долгосрочных экономических циклов (т.е. периоды интенсивности экономического роста и всплески темпов развития мировых РЦБ синхронны), процесс его развития сильно зависит от рисков, внешних и внутренних факторов. В силу воздействия этих факторов формируется развитие на мировом РЦБ как негативных, так и положительных явлений – бурное развитие международно-интегрированных РЦБ (МИРЦБ) как одна из главных форм проявления финансовой глобализации, которые обеспечивают экономики стран мира финансовыми ресурсами на конкурентной основе и глобализацию международного движения капитала. Обусловлено это усилением за последние 30 лет значимости и роли МИРЦБ в мировой экономике и глобализации международного движения капитала, особенно инвестиций. Эти тенденции характеризуются следующими фактами.

К началу 2011 года в ценные бумаги трансформирована примерно 1100 трлн.долл. США активов мирового общества. Совокупный объем мирового

РЦБ (акции – 80,5 трлн.долл. США¹², долговые ценные бумаги – свыше 87,6 трлн.долл. США), исчисленный по величине капитализации и задолженности, составил в 2010 г. небывалых размеров в более чем 168,1 трлн.долл. США, что в 2,8 с лишним раза превышает суммарный объем мирового ВВП и примерно в три с лишним раза – показатель денежной массы М2. Объемы мирового рынка деривативов превысили 700 трлн.долл. США. Если в относительных пропорциях сопоставить стоимостные объемы рынков товаров, услуг, золота и кредитов, то совокупный объем мирового РЦБ значительно превосходит своё реальное стоимостное выражение (примерно в 80-85%). Если сопоставить стоимостные объемы годового оборота мирового РЦБ (более 868 трлн.долл. США) и мировой внешней торговли товарами (11,2 трлн.долл. США), то их соотношение в 2009 году составляет больше чем 78:1 соответственно. Вместе с тем, мировой валютный рынок все меньше обслуживает внешнеторговые сделки и все больше – сделки, связанные с международным движением капитала, в основном в форме ценных бумаг. Динамика трансграничного движения капитала в 1991-2010 гг. на примере США (темпы прироста трансграничных потоков капитала) 17% в среднем за год, Великобритании – 26,9% и Канады – 9,8%, показала лидерство двух первых из них в мире в данной области, а также роль мировых РЦБ в трансграничном движении капитала. В этом контексте МИРЦБ больше всего выступают фондовой моделью эффективного финансирования в инвестиционном процессе. Причем главными игроками выступают институты коллективного инвестирования (ИКИ), которые серьезно влияют на экономики стран, их активы выросли к началу 2011 г. В более чем 700 трлн.долл. США, что в более чем 10,5 раз превышает объемы мирового ВВП, а ИКИ в США контролируют до 75% активов на РЦБ. Однако в 2008-2009 гг. активы ИКИ во всем мире снизились на 30-40% (из-за МФЭК). Несмотря на это, они обладают правом требовать максимизации стоимости для инвесторов, и конкурируют за фонды частично на базе превосходящего умения портфельной селекции и финансового инжиниринга. Крупнейшие в мире ИКИ располагают суммами, эквивалентными или даже превышающими размеры большинства развивающихся стран мира, что позволяет им оказывать серьезное влияние и даже преобразовывать национальные экономики, играют сильную роль в вопросах защиты национальных экономик развитых и прогрессивных стран, а также повышения надежности мировой валютной системы. Огромные средства ИКИ могут способствовать как кризису в стране, не вполне готовой “освоить” крупномасштабные потоки инвестиций, так и экономическому росту. Они готовы и способны удовлетворять потребности государств и бизнеса в инвестициях. Международная диверсификация портфелей резко увеличила не только сами портфели ИКИ, но и сбережения инвесторов. Тенденции развития эмиссионно-инвестиционных процессов, протекающих на РЦБ развивающихся стран, наиболее чувствительны к быстроменяющейся

¹² В 2008 г. данный показатель составил 113,0 трлн.долл.США (www.wfe.org), что на 28,8% больше чем в 2009 г.

ситуации на международно-интегрированных финансовых и товарных рынках. Если для экономического роста в этих странах критически важным является фактор инвестиции, то прямых взаимосвязей между этим фактором и индексом конкурентоспособности нет, по крайней мере, в среднесрочной перспективе. С другой стороны, инвестиции в человеческий капитал для перехода на инновационный тип развития играют критически важную роль.

В целом общее мнение сводится к высокой оценке степени значимости и роли рынков развитых стран (РРС) в мировой экономике и позитивных достижений рынков формирующихся стран (РФС), относящихся к прогрессивным рынкам. Причем можно наблюдать достаточно высокую роль РРС в мировой экономике по сравнению с РФС (в частности, РРС имеют капитализацию в среднем свыше 90%, а РФС – 25%). Довольно сильная значимость РРС в глобальной мировой экономике по сравнению с РФС, обеспечивает им преимущество в процессах глобализации международного движения и эффективного перераспределения капиталов в свою пользу. Подтверждением этому является то, что (табл.1) доля РРС в мировой капитализации составляет 84,3%, а РФС – 15,7%). А доля стран G7 в мировом ВВП, рассчитанном по паритету покупательной способности, составляет примерно 47%, в населении – 13%, что предопределяет доминирующее положение РРС и влияние, которое оказывает динамика РРС на все РФС.

Таблица 1.

Доля фондовых рынков стран в мировой капитализации, %¹³

	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010
Весь мир	100	100	100	100	100	100	100	100
РРС	92,3	91,3	88,9	87,8	86,9	85,6	85,2	84,3
G7, в т.ч.:	78,3	78,6	73,1	72,6	70,5	69,6	68,8	68,63
США	47,0	50,4	43,4	43,1	42,1	40,7	39,8	39,2
Япония	9,8	8,2	9,9	9,4	9,7	10,3	10,6	10,9
УК	8,0	7,8	8,4	7,9	7,7	7,5	7,3	7,2
Германия	4,0	3,9	3,3	3,2	3,1	2,9	2,7	2,7
Италия	2,4	1,9	0,8	2,1	1,9	1,85	1,8	1,83
Канада	2,6	2,2	2,8	3,1	3,4	3,5	3,6	3,7
Франция	4,5	4,2	4,5	4,1	4,0	3,9	3,8	3,8
РФС	7,7	8,7	11,1	12,2	15,1	15,4	15,6	15,7

При этом около 40% мировой капитализации рынков акций занимают США, что предопределяет доминирующее положение РЦБ США и влияние на мировом РЦБ. Рынки стран G7, которые особо выделяются из более 20 развитых рынков акций, составляют примерно 69% мировой капитализации. На этом фоне особо выделяются рынки прогрессирующих стран развивающегося мира¹⁴, доля которых составляет около 11% мировой капитализации. Хотя количественный и качественный рост РФС зависит от РРС. Следова-

¹³ Составлено автором по данным: World Bank (WDI), IFC; Global Stock Markets Factbook, S&P; Emerging Stock Markets Review, WFE database (www.worldexchanges.org); FEAS Yearbook (www.feas.org).

¹⁴ Это такие страны, как Тайвань, Сингапур, Малайзия, Индонезия, Саудовская Аравия, ОАЭ, Иордания, ЮАР, Южная Корея, Турция, Индия Китай, Бразилия, Аргентина, Чили, Мексика, страны Центральной и Восточной Европы, Россия и т.п.

тельно, даже любые серьезные потрясения на РФС едва ли могут пошатнуть мировой РЦБ, который всецело зависит от состояния РРС. РРС выступают залогом экономического благоденствия в мировой экономике, но и носителями масштабной финансовой нестабильности, рисков, негативных изменений в экономике и социальных потрясений, так и способны гибко реагировать на них и сглаживать негативные явления.

Тенденция изменения долей фондовых рынков стран в мировой капитализации во многом определяются соотношением капитализации (табл.2) и потоками инвестиций, которые выглядят намного лучше в РРС.

Таблица 2.

Капитализация рынков акций и объемы инвестиций по группам стран

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Соотношение капитализации в % к ВВП¹⁵											
РРС	78	72	73	81	97	109	112	94	79	71	79
G7	86	78	74	95	105	113	118	96	89	80	88
РФС	19	19	22	25	28	30	31	27	23	21	25
Привлечение инвестиций через РФС, млрд.долл. США¹⁶											
РФС	275	235	174	201	310	340	380	280	295	327	334
СПЭ, %	6	8	10	15	16	17	17	15	13	15	16
Инвестиции в странах G7, млрд.долл.¹⁷											
Валовые прямые	620	650	880	1050	1200	4300	5300	4800	2800	3100	3700
Портфельные	1700	1800	2300	3000	3500	6500	8400	7600	4700	3900	4400

Результаты анализа также показали синхронность в тенденциях движения инвестиций и рынков акций за 2000-2010 гг. Причем тенденции (табл.2) снижались в 2000-2001 гг.¹⁸ Начиная с 2002 г. до конца 2006 г. наблюдалась тенденция роста с одновременным нарастанием в скрытой форме системного риска и конкуренции за инвестиции на мировом РЦБ. Данный риск проявился в ипотечном кризисе, начавшимся в 2007 г. в США, который распространился на другие звенья мировой финансово-кредитной сферы (такие, как долговые, валютные, банковские, ликвидности). Тем самым мировой финансовый кризис вошел в масштабно открытую фазу в июле-августе 2008 г. Как следствие, в 2007-2009 гг. наблюдается тенденция серьезного спада капитализации мирового рынка акций (до 60%). В частности, динамика потоков иностранных инвестиций в развивающихся странах (РФС) и в странах с переходной экономикой (СПЭ) показывает (табл.2), что приток инвестиций в

¹⁵ Источник: рассчитано автором по базам данных МВФ, Мирового банка, МФК, Международной федерации бирж (WFE); Global Stock Markets, S&P; Emerging Stock Markets Factbook, Washington, за ряд лет. Примечание: 2000, 2001, 2008 и 2009 годы - снижение показателя обусловлено финансовыми кризисами, 2007 г. - начало ипотечного кризиса; по странам G7 рассчитаны средние значения параметра.

¹⁶ Источник: FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development//World Investment Report/UNCTAD, 2010; Примечание: *-данные с учетом мирового финансово-экономического кризиса (МФЭК); РФС -развивающиеся страны; СПЭ - страны с переходной экономикой.

¹⁷ Рассчитано по: World Investment Report/UNCTAD, 2010; International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.S.; International Financial Statistics Yearbook. Примечание: *-объемы инвестиций возросли за счет государственных вливаний в связи с МФЭК.

¹⁸ Это период финансового кризиса компаний информационных технологий.

2010 г. не намного повысился в РФС¹⁹ - до 334 млрд.долл., хотя в 2007-2008 гг. наблюдалось снижение, а в СПЭ снизились до 13 млрд.долл. в 2008 году из-за МФЭЖ, хотя в 2010 г. Объем повысился до 16 млрд.долл. А в странах G7 валовые и портфельные инвестиции неуклонно росли, достигнув максимума в 2006 г., однако в условиях МФЭЖ они резко снизились, почти вдвое, хотя в 2009-2010 гг. наблюдается рост на 20-25%. Объемы инвестиций в странах G7 превосходят объемов инвестиций в развивающихся странах более чем 46 раз. Совокупный объем инвестиций, поступающих в развивающиеся страны, все же малы в сравнении с развитыми странами, т.е. большинство РФС все еще во многом зависимы от внешних инвестиций и процессов финансовой глобализации. Поэтому эти страны стремятся повышать степень полноты перечисленных выше функций своих фондовых рынков в целях повышения их значимости, что обусловлено, тремя проблемами: непрерывные качественные и количественные изменения на мировом РЦБ, приводящие к позитивным и негативным явлениям на нем; нехватка инвестиций; возрастающая в условиях глобализации международного движения капиталов конкуренция за инвестиции между странами на мировых РЦБ, в которой сильно удерживаются позиции РРС. Решение этих проблем тесно связано с созданием в каждой стране благоприятного (S-I)-климата на РЦБ в целях повышения объемов привлечения инвестиций для экономики. Причем необходимо учесть следующие закономерности, характерные для развитых рынков:

1) экономический рост, инвестиции и развитый РЦБ как эффективная фондовая модель финансирования экономики тесно взаимосвязаны;

2) инвестиции, приходящие и проходящие объективную экспертизу через РЦБ, это тот его механизм, который обеспечивает решение двуединой задачи – рост инвестиций с одновременным снижением инфляции;

3) МИРЦБ как одно из проявлений финансовой глобализации: обеспечивают свободу международного движения капиталов и эффективную конкуренцию экономик за инвестиционные потоки; воздействует на макроэкономическую и инвестиционную политику стран, конкурирующих за инвестиции; сглаживает стохастические колебания (краткосрочные) в экономике (экономическом росте);

4) динамика развития мирового РЦБ производна от долгосрочных экономических циклов (т.е. темпы его развития и периоды интенсивности экономического роста синхронны);

5) на развитых странах эффективно действует: “принцип акселератора” П.Самуэльсона и закономерность, выявленная на её основе экспертами Всемирного банка, которая сформулирована так: “с учетом различий рынка в странах с высоким уровнем финансового развития инвестиции растут в долгосрочной перспективе в среднем на 1% в год быстрее”. Причем в развивающихся рынках эта закономерность проявляется только при условии достижения уровня монетизации экономики в размере не менее 50%, что является

¹⁹ В 2009 г. – период мирового финансово-экономического кризиса (МФЭЖ) – были произведены в РС инвестиции за счет финансовой поддержки государств в объеме 6,8 трлн.долл. США.

главной предпосылкой для получения устойчивого развития, создания на них благоприятного инвестиционного климата, привлечения и эффективного использования больших потоков инвестиций, содействия долгосрочному снижению инфляции.

Межстрановые сопоставления фондовых рынков (по выборке из 76 развивающихся стран) показали, что ключевую роль в быстром развитии РЦБ этих стран играют качество осуществляемых реформ и государственных институтов, открытость экономики, благоприятная макроэкономическая среда и инвестиционный климат, развитие банковского и страхового секторов, высокий уровень монетизации, доходов и сбережений, которые стимулируют приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ). Хотя среди анализируемой группы стран существует большой разрыв в уровне развития национальных РЦБ. Если в наиболее продвинутых из них уровень рыночной капитализации составляет от 75,3% до 489,1% ВВП, то в наименее развитых в этом отношении странах – от 0,2% до 4,9%. По средним оценкам капитализации (159,9% и 2,3%) эти группы различаются почти в 70 раз. Если в качестве критерия развития РЦБ использовать показатель торгового оборота, то страновой состав первой и последней десятки будет примерно тем же. При этом первую десятку составляют новые индустриальные страны Восточной Азии, ряд нефтедобывающих стран Ближнего Востока и развивающихся стран, добившихся в последние годы успехов в создании современной рыночной инфраструктуры. Сопоставление двух критериев развития РЦБ (капитализация и торговля) показывает, в развивающихся странах его потенциал используется далеко не в полном объеме. В период 2000-2010 гг. РФС достигали неоднородных результатов в развитии. Так, например, по выборке 76 РФС, анализированных по трем индикаторам достигли наибольших результатов 11 стран, по двум индикаторам – 16 стран, по одному индикатору – 19 стран, всего 46 стран. Опыт создания РЦБ в развивающихся странах, добившихся в последние годы заметного прогресса в создании современного фондового рынка (их 27 из 76 стран), является наиболее ценным для Узбекистана. В целом, по группе из 27 развивающихся стран, которая может служить эталоном для Узбекистана и большинства стран СНГ, уровень капитализации РЦБ возрос с 2002 по 2008 годы на 43,1 п.п. (с 25,1% до 68,2%) в то время, как для исходной группировки (76 стран) – только на 30,7 п.п.

Наилучшая форма регрессии, построенная для индикатора уровня капитализации РЦБ (**КАП**) по данным 27 наиболее подвинутых в этом отношении развивающихся стран имеет вид:

$$\text{КАП} = -21,3 + 1,85 \cdot \text{СБ} + 0,30 \cdot \text{М2} - 0,91 \cdot \text{ПИИ} \cdot (4,24 - \text{ИНСТ}), R^2 = 0,71$$

Все коэффициенты регрессии статистически значимы на 1% и 5% уровне значимости. Их оценки позволяют сделать следующие выводы:

- дополнительный рост валовых сбережений (**СБ**) на 1 п.п. потенциально повышает уровень рыночной капитализации РЦБ на 1,85 п.п.;
- такой же рост уровня монетизации (**М2**) увеличивает рыночную капитализацию на 0,3 п.п.

При этом приток **ПИИ** способствует развитию РЦБ государства лишь тогда, когда развитие его институтов (**ИНСТ**) достигает минимального порогового значения, составляющего по индексу **СРІ** значение 4,24 (уровень качества институтов, свойственный некоторым странам²⁰). В содержательном плане это означает, что рост потенциала РЦБ с участием иностранных инвесторов возможен лишь в условиях низкого уровня коррупции, независимости и объективности тендеров по закупке инвестиционных товаров, прозрачности механизмов экспертизы инвестиционных проектов, гарантий прав собственности иностранных инвесторов, низких барьеров и транзакционных издержек, связанных с операциями по регистрации прав собственности и с обращением акций. Причем позитивный эффект ПИИ на РЦБ тем выше, больше фактическая оценка индекса качества институтов превышает пороговую (произведение - 0,91*ПИИ*(4,24 – ИНСТ)).

Корреляционный анализ взаимосвязи страновых РЦБ показал, что: финансовая глобализация характеризуется все более углубляющейся интеграцией между страновыми РЦБ, степень взаимосвязанного функционирования (в силу синхронности их движения) которых увеличивается по мере роста движения потоков капитала между ними (средний линейный коэффициент парной корреляции между развитыми и развивающимися рынками составил +0,57; коэффициент корреляции между развитыми и прогрессирующими РЦБ довольно высокая – +0,78; связь по коэффициенту корреляции между прогрессирующими РЦБ по выборке из 27 стран – 0,82); синхронность движения страновых РЦБ становится особенно явной в периодах финансовых кризисов, в т.ч. МФЭК, охватившего почти все страны и синхронизировал под себя тенденции других рынков. Все это означает размывание границ между страновыми экономиками и рынками, что обусловлено заметной корреляцией страновых РЦБ, следовательно, это напоминает функционирование единого мирового РЦБ (рис.3), состоящего из взаимосвязанных подсистем – национальных РЦБ. В таком представлении мировой РЦБ характеризуется свойствами гиперкомплексности, динамичности, целостности, упорядоченности, иерархичности, взаимосвязанности подсистем и элементов, гибкости, информативности, регулируемости. Эти свойства являются основными инвариантами сложной системы. Ведущую роль в такой глобальной системе играют РРС, которые связаны почти со всеми РФС. Причем как РФС, так и РРС связаны между собой по 15-ти каналам, приведенным на рис.2. Отсюда можно сделать вывод о том, что все РЦБ по рассмотренной выборке, в силу синхронности их движения по выбранным индикаторам, следовательно, взаимосвязанности, встроены в мировую систему страновых рынков, реагируя на внешние воздействия и, наоборот, являясь источником таких воздействий в отношении рынков других стран. Следовательно, развивающийся РЦБ Узбекистана не может быть изолирован в будущем от зарубежных рынков и его РЦБ может стать частью единого мирового РЦБ.

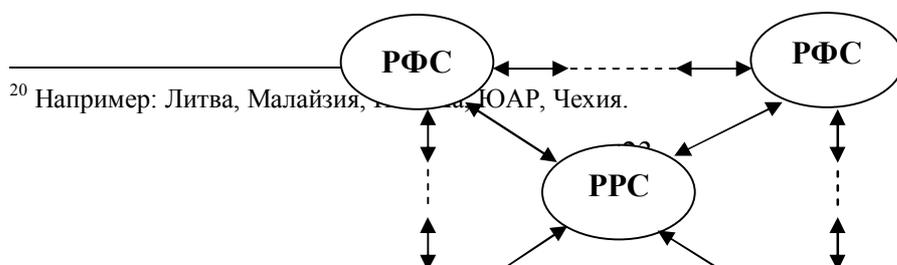


Рис.3. Архитектура мирового рынка ценных бумаг

Таким образом, в архитектуре единого мирового фондового рынка взаимосвязь страновых РЦБ будет усиливаться, как следствие, можно будет ожидать в будущем постепенное стирание различий между моделями РЦБ разных стран, усиление стандартизации и унификации нормативов их функционирования и регулирования. Все это может служить важной предпосылкой для определения перспектив и приоритетов интеграции РЦБ Узбекистана в мировой РЦБ с учетом характера предыдущих финансовых кризисов, периодически повторяющихся, примерно, в 5-9 лет и имеющих разные причины, и нынешнего МФЭК.²¹

В качестве основных причин МФЭК можно указать на следующие: 1) формирование архитектуры единого мирового РЦБ как одно из главных форм проявления финансовой глобализации; 2) сохранение конкурентных преимуществ стран G7, особенно США в мировой капитализации и экономике; 3) сильная оторванность рыночной цены ценных бумаг от реальной рыночной стоимости их базиса в силу нарушения принципа эквивалентности акций и их базиса, как следствие, и эквивалентности РЦБ и реальной экономики в целом; 4) усиление зависимости экономик, особенно РФС, от масштабов мирового РЦБ и крупнейших институтов коллективного инвестирования; 5) пассивность государств в разрешении вопроса о переходе к системе «ведущих регуляторов», обеспечивающих кросс-секторное регулирование, как это рекомендовано Базельским комитетом и IOSCO; 6) модель непрерывной эмиссии необеспеченных долларов и наращивания на этой основе долговой пирамиды, что обеспечивает США долларовую гегемонию в мировой финансово-кредитной и валютной системе.

²¹ МФЭК начался в середине 2007 года, усилился в 2008 году и усугубился в 2009 году, было озабочено подавляющее большинство стран мира, по причине того, что в настоящее время все они составляют глобальную мировую экономику. Данный кризис как проявление системного риска создал ситуацию общей неликвидности на рынке и стремительно распространился по синхронному сценарию по всему миру – проявился «эффект домино», вызвав коллапс в финансово-кредитной сфере и экономике как на страновом уровне, так и в мировом масштабе. Как следствие, данный коллапс привел к обвалу мирового рынка ценных бумаг (РЦБ), вызвал рецессию и экономический спад в глобальной экономике. Причем спусковым механизмом стал ипотечный кризис, проявившийся в начале 2007 года в США, который распространился затем на другие звенья мировой финансово-кредитной сферы. Все это в 2008-2009 гг. негативно отразилось на тенденциях мирового РЦБ (капитализация рынка упала почти в 60-70%) и инвестиционных потоков на нем, а также на темпах мирового ВВП и инфляции, уровне социальной жизни мирового общества.

Модели РЦБ можно классифицировать по признаку СПФ (степень полноты выполнения функций). При этом СПФ можно количественно оценить с помощью критерия эффективности, имеющего в обобщенной векторной форме следующий вид: $\mathbf{B} = C_1 - C_2$ (где \mathbf{B} – вектор, составляющие которого характеризуют степень соответствия РЦБ требованиям полноты выполнения им своих функций; C_2 – конкретные показатели РЦБ, значения которых формируются под воздействием внешних и внутренних факторов на полноту его функций; C_1 – граничные (эталонные или желаемые) значения рассматриваемого показателя РЦБ, которые соответствуют требованиям задачи полноты функций РЦБ по выборке сравниваемых стран). Как видно из критерия эффективности, \mathbf{B} функционально зависит от двух групп параметров – C_1 и C_2 , который может использоваться для решения трех задач: анализ потенциала СПФ РЦБ при воздействующих факторах; синтез структуры индустрии ценных бумаг (рис.2), отвечающей конкретным требованиям, выдвигаемые воздействующими факторами с точки зрения необходимости достижения требуемого уровня СПФ; на основе решения первой задачи определение прогнозной модели РЦБ и сценариев его развития, которые зависят от политического и социально-экономического выбора страны на определенную перспективу. Причем прогнозные параметры используются для решения второй задачи – синтеза структуры РЦБ.

Третья глава посвящена системному анализу макроэкономических, регионально-отраслевых и индустриальных аспектов развития РЦБ Узбекистана, результаты которого позволяют дать объективную оценку его значимости в экономике, потенциалу его развития и существующим в нем резервам. Причем результаты анализа, приведенные в табл.3 (где: ОТЦБ-“Объем торговли на РЦБ, в млрд. сум”; ТОРА-“Торговый оборот на рынке акций в % к ВВП”; ИНИ-“Инструментальная насыщенность индустрии ценных бумаг, т.е. соотношение объема обращающихся ценных бумаг и общего объема зарегистрированных ценных бумаг, в %”; ИНС-“Институциональная насыщенность структуры индустрии ценных бумаг, т.е. соотношение общего числа участников индустрии РЦБ и общего числа субъектов хозяйствования в %”; ИАРЦБ-“Инвестиционная активность РЦБ, т.е. соотношение объемов портфельных инвестиций и общих инвестиций”; Э - количество эмитентов акций и облигаций; И - количество инвесторов (юридические и физические лица); ПУ - количество профессиональных участников с учетом фондовой биржи и фондового отдела бирж), показали следующее.

Отечественный фондовый рынок во всех своих этапах развития (1992-1993 гг., 1994-1996 гг., 1997-1999 гг., 2000-2005 гг., 2006-2007 гг., 2008-2011 гг.) не смог полностью ответить высоким требованиям прогрессивной макроэкономической политики государства. Обусловлено это тем, что РЦБ Узбекистана пока еще не выполняет в достаточно полной мере функции, указанные в первой главе, которые характерны развитым и прогрессивным фондовым рынкам.

Таблица 3.

Динамика анализируемых индикаторов²²

Год	ОТЦБ	ТОРА	ИНИ	ИНС	ИАРЦБ	Э	И	ПУ
2000	17,6	0,54	0,35	9,96	0,2	4911	1,19	325
2001	26,7	0,54	0,55	9,45	0,12	4760	1,14	319
2002	47,5	0,64	2,5	7,84	0,25	4723	0,98	279
2003	87,3	0,89	4,34	7,42	0,2	4311	0,945	304
2004	146,2	1,19	6,36	7,59	0,21	2281	0,977	246
2005	166,2	1,1	5,93	7,84	0,54	2123	1,03	320
2006	342,1	1,65	11,42	8,35	0,34	2018	1,11	314
2007	408,0	1,79	12,51	8,92	0,48	1925	1,19	302
2008	708,3	1,914	15,56	9,02	0,11	1868	1,2	223
2009	749,6	1,92	15,8	9,1	0,9	1642	1,35	155
2010	1681,1	3,89	23,5	8,97	2,1	1402	1,36	120

Все это негативно отражается также и на качестве состояния регионально-отраслевой структуры фондового рынка. В частности, анализ регионально-отраслевой структуры ИЦБ показал, что по состоянию на 01.01.2011 года в г.Ташкенте сконцентрирована более чем 69,2% ИЦБ страны и проводятся более 78,6% объема сделок по акциям, следовательно, по существу, город является главной площадкой отечественного РЦБ, что указывает на структурный дисбаланс в регионально-отраслевом распределении ИЦБ в Узбекистане. Причем наблюдается низкая колебательная активность изменения объемов и разброс долей отраслей на вторичном рынке акций. Численность физических лиц-инвесторов намного больше численности юридических лиц-инвесторов (примерно 91%), но по объему инвестиций в ценные бумаги доля инвесторов-юридических лиц составляет примерно 97%.

В акционерных обществах сформировался “*stakeholder capitalism*” (капитализм “держателей контрольных пакетов”), что затрудняет способность привлекать портфельных инвесторов. Объем привлеченных портфельных инвестиций через РЦБ по регионам и отраслям низкий.

В целом активность рынка акций в разрезе регионов соответствует возможностям отраслевой структуры региональной экономики. Причем в отраслевом аспекте наблюдается неполнота инструментальной и пассивность институциональной его структуры, препятствующие инвестиционному развитию посредством эмиссии ценных бумаг как отраслевой, так и региональной экономик страны. В региональном аспекте – неравномерность распределения по регионам как институтов этой структуры, так и отраслевых ресурсов, обусловленная различием в состояниях экономического развития регионов, которые во многом зависят от степени развития отраслевых предприятий, расположенных в регионах. Объем регионального торгового оборота ценных бумаг в каждом регионе создается его региональной ИЦБ, в состав которой входят институты, расположенные в регионе. Причем оценки по индикатору «Региональный торговый оборот рынка акций (РТОА) в % к ВРП»

²² Источник: расчеты автора по данным Госкомстата, Госкомимущества, Центра по координации и контролю за функционированием РЦБ, РФБ «Тошкент».

(табл.4) показали наилучшее положение дел в тройке регионов: г.Ташкент, Ташкентская область, Андижанская область, среди которых г.Ташкент – явный лидер.

Таблица 4.
Значимость рынка акций в региональной экономике²³

№	Регионы	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
		<i>Республика Узбекистан</i>	<i>1,38</i>	<i>1,92</i>	<i>1,56</i>
1	Республика Каракалпакстан	0,097	0,011	0,015	0,037
2	Андижанская область	0,37	0,22	0,23	0,4
3	Бухарская область	0,29	0,125	0,07	0,16
4	Джизакская область	0,31	0,08	0,007	0,008
5	Кашкадарьинская область	0,21	0,077	0,14	0,07
6	Навоийская область	0,12	0,4	0,09	0,08
7	Наманганская область	0,17	0,0036	0,05	0,02
8	Самаркандская область	0,10	0,13	0,12	0,08
9	Сурхандарьинская область	0,35	0,074	0,066	0,0013
10	Сырдарьинская область	0,104	0,016	0,04	0,001
11	Ташкентская область	0,37	3,18	1,46	1,55
12	Ферганская область	0,116	0,23	0,22	0,034
13	Хорезмская область	0,197	0,04	0,025	0,05
14	Город Ташкент	1,897	8,91	7,43	13,8

Причем по г.Ташкенту РТОА превышают значение торгового оборота в % к ВВП, в частности, только за 2010 год превышает в более чем 5,7 раз, а в 2008-2009 годах – в более чем 4,6 раз, что свидетельствует о высокой значимости ИЦБ города не только в экономике Ташкента, но и национальной экономике по сравнению с другими регионами страны.

В целом результаты анализа регионально-отраслевых аспектов РЦБ Узбекистана позволяют сделать следующие выводы:

- различие региональных условий и конкурентоспособности отраслевых субъектов, входящих в структуру экономики конкретного региона, выступает причиной диспропорций в функционировании ИЦБ в регионально-отраслевом аспекте, которые могут быть устранены путем достижения эквивалентно взаимосвязанного функционирования регионально-отраслевой структуры экономики и регионально-отраслевой структуры РЦБ, как следствие, эквивалентности РЦБ и реальной экономики;

- чем выше будут темпы роста ВРП и эффективнее региональная инвестиционная политика, тем больше должно быть возможностей для активизации эмиссионно-инвестиционной деятельности региональных компаний и финансово-кредитных институтов, притока частных инвестиций. Относительно низкий уровень сбережений может компенсироваться высокой эффективностью вложений в инновационные региональные отрасли. Вливание иностранного капитала через ИЦБ, органично соединяясь с усилиями регио-

²³ Источник: расчеты автора по данным Госкомстата, Госкомимущества, Центра по координации и контролю за функционированием РЦБ, РФБ «Тошкент».

нальных эмитентов и их ресурсами, способно привести по принципу цепной реакции к общему положительному экономическому эффекту.

На фоне приведенных выше результатов анализа можно говорить о том, что потенциал его резервов не использован в полной мере. Подтверждением этому могут служить данные табл.5 (где: B_1 – оценка по показателю “Капитализация рынка акций в % к ВВП”; B_2 – оценка по показателю “Объем торговли на РЦБ. При этом B_1 и B_2 – критерии, позволяющие оценить неиспользованный потенциал РЦБ страны в экономике по разнице между эталонным (требуемым) и реальным значениями двух показателей).

Таблица 5.

Неиспользованный потенциал РЦБ, в %²⁴

Оценка	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
$B_1=(\varepsilon_1 - p_1)$	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8
$B_2=(\varepsilon_2 - p_2)$	90,9	90,9	90,8	90,6	90,3	90,4	89,8	89,7	89,6	89,5

В частности, по индикатору “Капитализация рынка акций в % к ВВП” потенциал рынка не использован на 99,8%, а по индикатору “Объем торговли на РЦБ” – на 90,3%. Причем потребности реального сектора в частных инвестициях соизмеримы с объемами недоиспользованных резервов РЦБ по анализируемым индикаторам. Следовательно, существующую модель его развития можно отнести к разряду менее развитых рынков. Однако, в силу эффективности макроэкономической политики государства, а также потенциала программы антикризисных мер и масштабных инвестиционных программ, реализуемых в настоящее время правительством, его можно отнести в будущем к среднеразвитой модели развития РЦБ в группе развивающихся стран.

Для подтверждения утверждения о том, что развитие фондового рынка в Узбекистане зависит от макроэкономической политики государства, проведен корреляционно-регрессионный анализ, результаты которого показали довольно сильную связь объемов отечественного РЦБ: с ВВП ($R^2=0,96$), доходами населения ($R^2=0,977$), монетарной и фискальной политиками ($R^2=0,88$).

Четвертая глава работы посвящена определению перспектив и индикативных ориентиров развития РЦБ в Узбекистане на среднесрочный период в контексте современной макроэкономической политики государства. В ней обоснована справедливость гипотезы о том, для Узбекистана в контексте его современной макроэкономической политики существует возможность такой стратегии либерализации внешней торговли и вхождения страны в ВТО, которая уже в среднесрочной перспективе обеспечит общий положительный баланс в соотношении издержек и приобретений как для экономики в целом, так и для РЦБ. Анализ в рамках проверки гипотезы показал, что вступление Узбекистана в ВТО не приведет РЦБ к серьезным ударам, поскольку государство будет стимулировать привлечение инвестиций путем развития РЦБ, стремясь защищать при этом национальную экономику и суверенитет страны. Также, будут стимулироваться введение на РЦБ новых продуктов финан-

²⁴ Источник: расчеты автора.

сового инжиниринга. Иностранные инвесторы, в случае вступления Узбекистана в ВТО, будут иметь на РЦБ несопоставимым превосходством, предоставят передовой опыт, технологии и конкуренции, что, в конечном итоге приведет к улучшению качества и объемов обслуживания на РЦБ в Узбекистане. В качестве важного положительного эффекта вступления в ВТО можно также рассматривать тот факт, что членство в ВТО облегчит доступ дееспособных (финансово устойчивых, конкурентоспособных) эмитентов и инвестиционных институтов на финансовые рынки других стран-членов ВТО. При этом они должны отвечать регулятивным требованиям этих рынков. Серьезных угроз для РЦБ можно будет не наблюдать. Предшествовать вступлению в ВТО должны результаты макроэкономической политики государства, проводимой в настоящее время, меры по ускорению продажи части пакетов акций, принадлежащих государству, предприятий тех отраслей, для которых либерализация внешней торговли сопровождается привлечением инвестиций и улучшением условий размещения их продукции на внешних рынках. Улучшение финансового положения предприятий повысит капитализацию РЦБ, сделает его более конкурентоспособным и устойчивым в условиях либерализации международных каналов движения капитала и интеграции фондовых рынков. Важным элементом рациональной стратегии вхождения страны в ВТО применительно к РЦБ является формирование рынка ипотечных ценных бумаг, срочного рынка деривативов и использование имеющегося еще временного ресурса для резкого повышения качества менеджмента на этих рынках. Только в таком случае можно надеяться на их стабильное развитие в условиях роста внешней конкуренции.

Вместе с тем, наилучшие перспективы в средне- и долгосрочном развитии отечественного РЦБ можно ожидать по сценарию, в основу которого положена схематическая модель, представленная на рис.1 и рис.2. Сценарий предусматривает механизм широкого привлечения через такую модель РЦБ стратегических и спекулятивных портфельных инвесторов, населения в акционерный капитал крупных компаний путем конкурсной продажи им пакета акций, принадлежащих государству, с обязательным применением в последующем механизма IPO акций и облигаций. Причем принимается условие временного замораживания государством имеющейся задолженности компании по налогам перед государственным бюджетом на период реализации инвестиционного проекта в компании. В результате реализации предложенного сценария можно будет достичь высокой значимости РЦБ в экономике, наиболее полное выполнение рынком социальных и экономических функций, интегрироваться в мировой фондовый рынок, возможно, в начале – в среднесрочной перспективе – путем интеграции в рынки стран СНГ.

При этом достижение количественных ориентиров по индикаторам финансовой безопасности и конкурентоспособности приведет к полной реализации перехода РЦБ в более развитую фазу, обеспечивающую приток инвестиций на цели модернизации экономики, снижение инфляции, индустриальный и экономический рост. Финансовый инжиниринг, секьюритизация активов и IPO могут способствовать повышению активности эмиссионно-

инвестиционного процесса на РЦБ в контексте современной макроэкономической политики государства.

Пятая глава работы посвящена практическим аспектам реализации концепции стратегического развития отечественного РЦБ на среднесрочную перспективу. Обусловлено это утверждением о том, что увеличение притока частных инвестиций через РЦБ – через его более развитую международно-интегрированную форму – и вливание иностранного капитала в экономику страны, органично соединяясь с усилиями и ресурсами национальных инвесторов и эмитентов, способно привести по принципу цепной реакции к общему положительному экономическому эффекту. Так как в современных условиях развития Узбекистана реализовать программу антикризисных мер, обеспечить модернизацию экономики и технико-технологическое перевооружение производств, устойчивый экономический рост без привлечения крупных капиталов через РЦБ, финансируя проекты развития только за счет прямых инвестиций, прибыли предприятий, весьма сложно.

На фоне данного утверждения, основанного на результатах исследований, проведенных в главах I-IV, решением проблемы реструктуризации системы регулирования финансового рынка в контексте “Узбекской модели” развития может стать ввод в условиях Узбекистана общегосударственной формы его макрорегулирования, которая основана на схематической модели, представленной на рис.1. Так как им обеспечиваются целевые и скоординированные действия по комплексному регулированию и развитию всех сегментов финансового рынка, в том числе РЦБ, с соблюдением условий принципа эквивалентности, устойчивости (*S-I*)-климата на рынке. Причем предусматривается ввод в составе макрорегулятора финансового рынка интегрированную в него двухуровневую комплексную систему управления качеством (КСУК) индустрии ценных бумаг на макро – верхнем – уровне и локальных КСУК на микро – нижнем – уровне, которые позволят контролировать и поддерживать необходимый уровень эквивалентности ценной бумаги и ее базиса, РЦБ и реальной экономики в целом. Вместе с тем, на нижнем уровне в механизме корпоративного управления целесообразно ввести службу внутреннего оценщика имущества, подчиненной только ревизионной комиссии и службу финансового инженера, подчиненной только председателю наблюдательного совета. Эффект от национальных макрорегуляторов может повыситься, если с их участием создать глобальную архитектуру метастабиллизатора мирового финансового рынка. Структура метастабиллизатора может быть организована с использованием элементов макрорегулятора. Причем в органы метастабиллизатора должны входить представители макрорегуляторов и международных финансовых институтов. Это особенно важно в силу событий, связанных с МФЭК. Источниками финансирования метастабиллизатора могут стать: членские взносы участников метастабиллизатора; кредиты государств и международных финансовых институтов; налог по ставке 0,01% от доходов по операциям с финансовыми инструментами (валюта, ценные бумаги, кредиты, страховые полисы) на мировом финансовом рынке (подобно налога И.Фишера). Эти доходы входят в состав трансграничных потоков.

Для решения проблемы развития эмиссионно-инвестиционного процесса необходимо принять за основу прогнозный сценарий, основанный на применении схематической модели, представленной на рис.1 и рис.2, который предусматривает внедрение финансового инжиниринга, применение IPO (акций и облигаций) и деривативов, механизма секьюритизации активов. При этом, чем выше будут темпы роста ВВП и монетизации, тем больше должно быть возможностей для активизации инвестиционной и эмиссионной деятельности на РЦБ, притока частных инвестиций и снижения инфляции. Относительно низкий уровень сбережений может компенсироваться высокой эффективностью вложений в инновационные отрасли. Вливание иностранного капитала через РЦБ, органично соединяясь с усилиями национальных эмитентов и ресурсами инвесторов, способно привести по принципу цепной реакции к общему положительному экономическому эффекту. Основным условием высокой активности инвесторов и эмитентов на РЦБ является случай, когда согласно экономической модели РЦБ при $I \geq S$ и стабильной цене P значение V высокое. Причем активность эмитента неизбежно должна сопровождаться его транспарентностью.

Для решения проблемы стратегического развития РЦБ Узбекистана можно считать приоритетным путь, состоящий из двух этапов. *Первый этап* – достижение пороговых значений индикаторов РЦБ в кратко- или среднесрочной перспективе. *Второй этап* – достижение граничных значений индикаторов в среднесрочной перспективе на основе представленного в четвертой главе сценария. Реализация данного пути и решение вышеуказанных проблем позволит достичь благоприятности (S-I)-климата на РЦБ и его перехода в более развитую фазу (в международно-интегрированную форму), причем важнейшими направлениями государственной политики должны быть:

- обеспечение объективности и беспристрастности судебной системы в деле защиты прав и законных интересов собственников;
- неукоснительное исполнение принципов не ухудшения условий инвестирования для всех категорий инвесторов при развитии законодательной базы и принятии ведомственных нормативных актов;
- доверие между бизнесом и властью (создание атмосферы доверия требует взаимных усилий бизнеса и власти);
- борьба с попытками использования инсайдерской информации в процессе экономической конкуренции;
- четкое формулирование ясных и понятных для всех участников “правил игры” на пространстве “РЦБ – реальная экономика”. Причем необходимо неукоснительно следовать объявленным принципам и целям в правоприменительной практике, в законодательной деятельности и нормотворчестве органов исполнительной власти. От отдельных участников со стороны бизнеса требуется осознание выгод от синхронного отказа от нецивилизованных форм ведения дела через принятие стандартов и взаимных соглашений в рамках ассоциаций и саморегулируемых организаций по актуальным проблемам, таким как отказ от одиозных схем оптимизации уплаты налогов, коррупционные действия.

В целом реализация предложенной концепции и мер, которые основаны на научно-методологическом базисе, может обеспечить в среднесрочной перспективе выполнение в достаточном объеме отечественным РЦБ ожидаемых от него социальных и экономических функций, обеспечить благоприятный (S-I)-климат на нём, повысить эффективность его регулирования, обеспечить рост его эмиссионно-инвестиционного потенциала, привлекательности и конкурентоспособности.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

По результатам диссертационного исследования сформулированы следующие **научные выводы**:

1. Факторы развития экономической практики и процессов глобализации, сильно влияют на развитие и временные рамки действия научно-методологического базиса исследования и развития страновых РЦБ, что обуславливает возможность принятия экономической системологии в качестве научно-методологического базиса системного представления, исследования и разработки стратегии развития РЦБ – его перехода в более развитую фазу (в международно-интегрированную форму). Причем условия и алгоритм перехода отечественного рынка ценных бумаг (РЦБ) в такую фазу на среднесрочную перспективу предопределены характером инновационно-прорывного пути, выбранного государством в реализации «Узбекской модели» развития исходя из необходимости масштабных прогрессивных реформ, и требованиями современной макроэкономической, особенно активной инвестиционной, политики государства. Главными предпосылками для этого являются макроэкономические условия, инвестиционный климат, достаточные ресурсы и необходимые резервы, созданные в Узбекистане, а также потенциал антикризисных мер на 2009-2012 годы и программ мер по развитию промышленности и финансово-банковской системы республики на 2011-2015 годы.

2. С методологической точки зрения наилучшей формой представления и системного исследования фондового рынка является модель индустрии ценных бумаг, состоящая из определенной (но разнородной) совокупности взаимосвязанных элементов-участников фондового рынка, а также модель взаимосвязанного функционирования РЦБ и реальной экономики с общим макрорегулированием при воздействии внешних и внутренних факторов.

3. Функционирование фондового рынка описывается экономической моделью, основанной на уравнении $SV = PI$, позволяющем установить в математической форме соотношение между экзогенными и эндогенными переменными. Данное уравнение справедливо в силу *IS-LM* модели и эквивалентности двух равновесных уравнений: $[Y-I] + [T-G] = N$ и $MV = PT$, а принцип эквивалентности двух подсистем – РЦБ и реальной экономики – с общим макрорегулятором в экономической системе доказуемо математически на основе теории аналогий, что является основанием для представления пары “РЦБ и Макрорегулятор” в виде уравновешиваемого квазианалога, а также говорить об эквивалентности ценной бумаги и ее базиса, под который она выпущена, и эквивалентности РЦБ и реальной экономики. Следовательно, уравновешива-

ние квазианалога, равносильное регулированию РЦБ, эквивалентно регулированию реальной экономики. Именно в таком ключе должно быть организовано регулирование страновых РЦБ во взаимосвязи с РЭ в условиях финансовой глобализации и рисков, что может содействовать предотвращению образования “пузыря” на РЦБ, обеспечить эквивалентность между объективной рыночной (биржевой) ценой и справедливой стоимостью ценных бумаг (также и их реального базиса). Также во многом воздействовать на характер (S-I)-климата на фондовом рынке, в достижении благоприятности которого существенную роль играет государственная инвестиционная политика и государственно-общественная форма макрорегулирования финансового рынка.

4. Одним из главных проявлений финансовой глобализации являются международно-интегрированные РЦБ (МИРЦБ), движение которых синхронны и довольно сильно коррелируются между собой, а их тенденции производны от долгосрочных экономических циклов (т.е. периоды интенсивности экономического роста и всплески темпов развития мировых РЦБ синхронны). Причем степень взаимосвязанного функционирования страновых РЦБ, в силу синхронности их движения, увеличивается по мере роста движения потоков капитала между ними. Это дает основание говорить о сформированности в настоящее время архитектуры единого мирового фондового рынка – одного из главных проявлений финансовой глобализации и механизма эффективного перераспределения финансовых ресурсов на конкурентной основе, следовательно, утверждать, что развивающийся РЦБ Узбекистана не может быть изолирован в будущем от нее.

5. Синхронность движения страновых РЦБ становится особенно явной в периодах финансовых кризисов, которые в течении 100 лет периодически повторяются каждые 5-9 лет, их движение примерно совпадают с экономическими циклами. Причем каждый частный кризис – долговой, валютный, банковский, ликвидности – может произойти на фоне относительно благополучного состояния других сегментов финансово-кредитной сферы, может стать “спусковым механизмом”, переводящим локальные кризисные явления в масштабный финансовый кризис. На этом фоне мировой финансово-экономический кризис стал формой реализации системного риска в финансово-кредитной сфере всего мира, который привел к сбоям в работе моделей регулирования страновых РЦБ из-за наличия диспропорций в их развитии и т.п. Все это может служить важным уроком в деле определения мер по противодействию негативному влиянию будущих кризисов на экономику, прогнозирования его экономических, политических и социальных последствий, эффективной реализации решений в области макроэкономической политики государства, имеющих антикризисную направленность (при сохранении условий для устойчивого роста экономики).

6. Общее мнение сводится к высокой оценке степени значимости рынков развитых стран (РРС) и позитивных достижений рынков формирующихся стран (РФС), относящихся к прогрессивным. Довольно сильная значимость РРС в мировой экономике по сравнению с РФС, обеспечивает им преимущество в процессах глобализации международного движения капита-

лов и привлечения инвестиций в свою пользу. Причем МИРЦБ и институты коллективного инвестирования (ИКИ) являются одним из ключевых механизмов привлечения инвестиций на цели модернизации экономики и стимулирования роста производства, что достигается за счет обеспечения полноты выполнения ими социальных и экономических функций.

7. Ключевую роль в быстром развитии фондовых рынков развивающихся стран играют качество осуществляемых реформ, прогресс в совершенствовании государственных институтов и благоприятная для финансовых рынков макроэкономическая и инвестиционная среда, развитие банковского и страхового секторов, высокий уровень монетизации и сбережений, которые стимулируют приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ). При этом опыт развивающихся стран с прогрессивным рынком может служить эталоном для Узбекистана и большинства стран СНГ. Так как в модели РЦБ Узбекистана скрывается достаточный потенциал для быстрого развития.

8. Этапы и тенденции развития РЦБ Узбекистана в динамике за период 2000-2010 гг. определяются в целом макроэкономической политикой государства. Так как корреляционная связь объемов РЦБ: с ВВП составила $R^2=0,96$, доходами населения – $+R^2=0,977$, монетарной и фискальной политиками – $+R^2=0,88$. Несмотря на благоприятность макроэкономических условий в стране и (S-I)-климата, отечественный РЦБ на много уступает в конкурентоспособности фондовым рынкам по выборке из 27 стран развивающегося мира. Вместе с тем, сформировавшийся в 1992-1995 гг. и поэтапно совершенствовавшийся в течении нескольких периодов (1996-1998 гг., 1999-2002 гг., 2003-2005 гг., 2006-2007 гг., 2008-2011 гг.), в том числе функционирующий в настоящее время отечественный РЦБ не достаточно соответствует высоким требованиям современной макроэкономической политики государства. Несмотря на то, что Узбекистан является одним из неотъемлемых звеньев мировой экономики, все еще его РЦБ не интегрирован в мировой фондовый рынок.

9. Эффективность регионально-отраслевой структуры ИЦБ определяется объемами привлечения инвестиций через нее для решения проблем модернизации, долгосрочных вложений в реальный сектор, устойчивого экономического роста, повышения конкурентоспособности экономики этого региона. Причем чем выше будут темпы роста ВРП и эффективнее региональная инвестиционная политика местных властей, тем больше должно быть возможностей для активизации эмиссионно-инвестиционной деятельности региональных акционерных обществ и финансово-кредитных институтов, притока частных инвестиций. Относительно низкий уровень сбережений может компенсироваться высокой эффективностью вложений в инновационные региональные отрасли. Вливание иностранного капитала через РЦБ, органично соединяясь с усилиями региональных эмитентов и их ресурсами, способно привести по принципу цепной реакции к общему положительному экономическому эффекту.

10. Эффективность РЦБ зависит от того, насколько его реальные параметры соответствуют выбранным эталонным значениям, определяемым на

основе межстрановых сопоставлений РЦБ и анализа тенденций развития странового РЦБ, по результатам которого можно дать оценку существующим резервам отечественного РЦБ, как следствие, выявить недоиспользованный его потенциал. В частности, потенциал возможностей РЦБ Узбекистана не используется в экономике по индикатору “Капитализация рынка акций в % к ВВП” на 99,8%, а по индикатору “Объем торговли на РЦБ” – на 90,3%. Следовательно, необходимо достижение максимального использования потенциала РЦБ в среднесрочной перспективе.

11. Для Узбекистана в контексте его современной макроэкономической политики существует возможность такой стратегии либерализации внешней торговли и вхождения страны в ВТО, которая уже в среднесрочной перспективе обеспечит общий положительный баланс в соотношении издержек и приобретений как для экономики в целом, так и для РЦБ. На фоне сказанного, серьезных угроз для РЦБ можно будет не наблюдать, можно ожидать улучшение финансового положения предприятий, что повысит капитализацию РЦБ, сделает его более конкурентоспособным и устойчивым в условиях либерализации международных каналов движения капитала и интеграции фондовых рынков.

12. Наилучшие перспективы в средне- и долгосрочном развитии отечественного РЦБ можно ожидать по сценарию, предусматривающую механизм широкого привлечения через более развитую фазу (международно-интегрированную форму) отечественного фондового рынка частных инвестиций в капитал крупных акционерных компаний. Причем целесообразна конкурсная продажа стратегическим инвесторам пакета акций, принадлежащих государству, с обязательным применением в последующем механизма IPO акций и облигаций, а также условия временного замораживания государством имеющейся задолженности компании по налогам перед государственным бюджетом на период реализации инвестиционного проекта в компании. В результате реализации данного сценария, основанного на достижении количественных ориентиров по индикаторам финансовой безопасности и конкурентоспособности, можно будет достичь высокой значимости РЦБ в экономике, наиболее полное выполнение рынком социальных и экономических функций, интегрироваться в мировой фондовый рынок, возможно, в начале – в среднесрочной перспективе – путем интеграции в рынки стран СНГ.

В контексте сделанных выводов выявлены следующие **проблемы**:

- ключевыми для республики в контексте «Узбекской модели» экономического развития проблемами являются привлечение инвестиций, снижение инфляции, достижение мирового уровня модернизации и конкурентоспособности экономики, обеспечение устойчивого экономического роста;

- на фоне этих проблем можно выделить:

1) проблему несовершенства научно-методологического базиса системного исследования и среднесрочной стратегии развития отечественного фондового рынка в контексте современной макроэкономической политики, успешно осуществляемой государством на основе “Узбекской модели” разви-

тия в условиях глобализации, сопровождающейся периодически повторяющимися финансовыми кризисами;

2) проблему, вызванную тем, что тенденции развития отечественного фондового рынка, его инструментальной, региональной и отраслевой структуры, (S-I)-климата и эмиссионно-инвестиционного процесса на нем, не полностью отвечают достаточно высоким требованиям современной макроэкономической политики государства. Следовательно, он на сегодняшний день не является одним из главных механизмов привлечения финансовых ресурсов на цели модернизации экономики, стимулирования роста производства и инноваций, снижения инфляции, когда как потребности реального сектора в частных инвестициях соизмеримы как минимум с объемами недоиспользованных его резервов;

3) проблему обеспечения качества функционирования инфраструктуры и несовершенства регулятивной системы отечественного финансового рынка;

4) проблему, обусловленную тем, что, несмотря на то, что Узбекистан является одним из неотъемлемых звеньев мировой экономики, все еще его фондовый рынок остается не интегрированным в мировой фондовый рынок.

В рамках разработки научно-методологических основ, определения приоритетов и ориентиров стратегического развития отечественного рынка ценных бумаг на среднесрочную перспективу и механизма реализации этих приоритетов в контексте современной макроэкономической политики государства, осуществляемой в условиях глобализации и либерализации, по результатам проведенного исследования представлены следующие **научные предложения и практические рекомендации**:

1. В качестве научно-методологического базиса для сущностного анализа ценных бумаг и их рынка во взаимосвязи с реальной экономикой, системного исследования и развития фондового рынка, его функций и моделей можно предложить использование положений экономической системологии, позволяющие развить взгляды на рынок, решить его проблемы в комплексе.

2. Фондовый рынок необходимо рассматривать как регулируемую сложную индустрию ценных бумаг во взаимосвязи посредством макрорегулятора с реальной экономикой. Причем необходимо:

- учесть взаимосвязь юридического, экономического, информационного и психологического аспектов содержания ценных бумаг в их жизненном цикле, протекающем на их рынке;

- соблюдение принципа эквивалентности рыночной стоимости ценной бумаги, определяемой на основе рыночной стоимости ее реального базиса, и рыночной ее цены, что позволит обеспечить эквивалентность фондового рынка и реальной экономики, предотвратить образование “пузырей” на финансовом рынке. Причем для оценки эквивалентности можно использовать секьюритметрический метод оценки во взаимосвязи реальной стоимости и виртуальной стоимости ценной бумаги с помощью показателя комплексной стоимости на основе применения теории комплексных чисел.

3. Функционирование фондового рынка предлагается исследовать на основе экономической модели, основанной на уравнении $SV = PI$, позволя-

ющем установить в математической форме соотношение между экзогенными и эндогенными переменными, которое справедливо в силу *IS-LM* модели и эквивалентности двух равновесных уравнений: $[Y-I]+[T-G]=N$ и $MV=PT$, а также эквивалентности двух подсистем – РЦБ и реальной экономики – с общим макрорегулятором в экономической системе, что доказуемо математически на основе теории аналогий.

4. При разработке среднесрочной стратегии развития РЦБ необходимо:

- проведение межстранового секьюриметрического анализа (с глубиной 10-12 лет) фондовых рынков по выборке развивающихся стран, сопоставимых друг с другом и Узбекистаном по основным индикаторам рынка;

- следовать предложенным значениям индикативных ориентиров развития отечественного фондового рынка, причем его эффективность и потенциал резервов оценивать на основании того, что насколько реальные параметры рынка соответствуют этим значениям индикативных ориентиров.

5. В силу “Узбекской модели” развития, целесообразно ориентироваться на модель общественно-государственной формы макрорегулирования финансового рынка, который в своем составе предусматривает интегрированную двухуровневую комплексную систему управления качеством индустрии ценных бумаг. Причем для борьбы с появлением в будущем глобальных финансовых кризисов или противостояния им предлагается модель системы макрорегуляторов с общим метастаблизатором.

6. Предлагается стратегию развития отечественного фондового рынка в контексте макроэкономической политики государства реализовать в два этапа: достижение пороговых значений индикаторов рынка в кратко- или хотя бы среднесрочной перспективе, достижение граничных значений индикаторов в средне- или долгосрочной перспективе.

7. Для практической реализации среднесрочной стратегии развития отечественного фондового рынка рекомендуется комплекс следующих мер, позволяющих обеспечить его переход в более развитую фазу:

- совершенствование законодательной базы финансового рынка;

- повышение устойчивости и конкурентоспособности институтов индустрии ценных бумаг и других ее инфраструктурных составляющих;

- реформа системы регулирования финансового рынка;

- ввод новых инструментов финансового рынка, продуктов финансового инжиниринга и механизма секьюритизации активов;

- совершенствование (оптимизация) структуры акционерной собственности и стимулирование выхода узбекских компаний на международно-интегрированные фондовые рынки;

- обеспечение широкого доступа населения, частного бизнеса к РЦБ, усиление на этом основании их присутствия в корпоративной политике управления акционерными компаниями и, как следствие, взаимосвязанной деятельности частного бизнеса и крупных компаний;

- развитие системы информационно-образовательной поддержки инвестиций в реальный сектор через РЦБ, системы подготовки и повышения квалификации специалистов финансово-кредитной сферы, в т.ч. РЦБ;

- управление рыночной стоимостью компаний-эмитентов ценных бумаг и ликвидностью фондового рынка;
- защита прав и законных интересов инвесторов на фондовом рынке, обеспечение транспарентности финансового рынка и его участников;
- качественный мониторинг развития финансового рынка;
- развитие инфраструктуры финансового рынка;
- налоговое стимулирование инвестирования в ценные бумаги;
- создание благоприятного (S-I)-климата на РЦБ и определение важнейших при этом направлений государственной инвестиционной политики.

В целом реализация на практике результатов проведенного исследования позволит отечественному РЦБ претерпеть качественных и количественных изменений, обеспечит комплексное решение его проблем.

СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ

1. Шохазамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации. Монография.-Т.: Ибн Сино, 2004.-852 с.
2. Шохазамий Ш.Ш. Основы приватизации, рынок её объектов и услуг. Учебник. – Т.: Ибн Сино, 2004.-928 с.
3. Шохазамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг. Монография.– Т.: ТФИ, 2004.-138 с.
4. Шохазамий Ш.Ш. Основы секьюритизации. Монография.– Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.
5. Шохазамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга. Монография.– Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.
6. Шохазамий Ш.Ш. Секьюритизация. Учебник. – Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси. Давлат миллий нашриёти, 2005.-473 с.
7. Шохазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Учебник. Книга I.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-728 с.
8. Шохазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Учебник. Книга II.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-849 с.
9. Шохазамий Ш.Ш. Биржевая деятельность. Учебное пособие. –Т.: Илм Зиё, 2006.-288 с.
10. Шохазамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. Монография.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.
11. Шохазамий Ш.Ш. О совершенствовании модели и механизма корпоративного управления акционерными обществами в Узбекистане //Рынок, деньги и кредит.- Т., 2004.-№11.- С.47-50.
12. Шохазамий Ш.Ш. О концептуальном подходе к системному исследованию и развитию рынков: финансов и ценных бумаг // Общественные науки в Узбекистане.- Т., 2005.-№1-2.- С.50-62.
13. Шохазамий Ш.Ш. Формирование рынка ипотечных ценных бумаг // Рынок, деньги и кредит.- Т., 2006, специальный выпуск.- С.43-44.
14. Шохазамий Ш.Ш. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане.//Рынок деньги и кредит.- Т., 2006-№4- С. 6-9.

15. Шохазамий Ш.Ш. Перспективы рынка ценных бумаг Узбекистана в условиях активизации внешнеэкономической деятельности // Рынок, деньги и кредит.- Т., 2006-№7.- С.25-28.
16. Шохазамий Ш.Ш. Рынок ценных бумаг Узбекистана: состояние и факторы развития // Рынок, деньги и кредит.- Т., 2007-№3.- С.35-37.
17. Шохазамий Ш.Ш. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi: сабаблари, давомийлиги ва сабоқлар.//Иқтисодиёт ва таълим.- Т., 2008-№4.-Б.114-119.
18. Шохазамий Ш.Ш. Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана.//Экономика и финансы.- Москва, 2009-№2 (155).-С.26-27.
19. Шохазамий Ш.Ш. Финансовый инжиниринг: основы теории, мировой опыт и концепция развития.// Молия.- Т., 2008-№1.-С.9-16.
20. Шохазамий Ш.Ш. В чем причины мирового финансового кризиса и сколько времени он может продолжаться?//Молия.-Т., 2008-№2.-С.7-20.
21. Шохазамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг.// Молия.- Т., 2009-№1.-С.82-91.
22. Шохазамий Ш.Ш. Мировой финансово-экономический кризис: характер и предпринимаемые в мире и Узбекистане меры.//Молия».-Т., 2009-№2.-С.4-11.
23. Шохазамий Ш.Ш. Индикативные ориентиры развития рынка ценных бумаг с позиции финансовой безопасности и конкурентоспособности.// Молия.- Т., 2009-№3.-С.80-91.
24. Шохазамий Ш.Ш. Молия бозорини тартиблаштириш тизимини такомиллаштириш.//Жамият ва бошқарув.- Т., 2009-№2.-С.-23-36.
25. Шохазамий Ш.Ш. Об одном подходе к классификации страновых моделей рынка ценных бумаг.//Иқтисодиёт ва таълим.-Т., 2010-№1.-б.83-87.
26. Шохазамий Ш.Ш. Новая фаза развития рынка ценных бумаг.//Рынок деньги и кредит.-Т., 2010-№3.-С.37-38.
27. Shoha'zamiy Sh.Sh. The tendencies and obstacles of the development of securities market of Uzbekistan beyond international experience and governmental macroeconomic policies.//European Journal of Business and Economics.- Praha, Czech Republic, BARAR ICBI, 2010.-Volume 1, Autumn.-P.58-65.
28. Шохазамий Ш.Ш., Алексеев Д.В., Исмаилов А.С. Комплекс программ автоматизированного ведения депозитарной деятельности "DELTA".- Ташкент, ГПВ ГКНТ РУз., Свидетельство №88 о регистрации программы для ЭВМ по заявке № ED GU 9700025 от 23.05.1997 г.
29. Шохазамий Ш.Ш. Концепция высокоорганизованного рынка ценных бумаг. УзРААП, Регистрацион. удостоверение №60 от 11.05.1999 г.
30. Шохазамий Ш.Ш. Янги миллий йиғма фонд индекси "SHOH COMPOSITE INDEXES". УзРААП, Регистрационное удостоверение №3315 от 04.03.2011 г.

РЕЗЮМЕ

диссертации **Шохаъзамий Шохмансура Шохназир** угли на тему: «**Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане**», представленной на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности **08.00.07- «Финансы, денежное обращение и кредит»**

Ключевые слова: ценные бумаги и фондовый рынок, системный подход, эквивалентность, макрорегулятор, индикаторы, модели, прогнозные сценарии и приоритеты стратегического развития.

Объекты исследования: рынок ценных бумаг Узбекистана и взаимосвязанные зарубежные фондовые рынки.

Цель работы: разработка научно-методологических основ, определение приоритетов стратегического развития отечественного фондового рынка на среднесрочную перспективу и механизма их реализации в контексте современной макроэкономической политики государства.

Методы исследования: диалектический и системный подходы, группировка и статистическая обработка данных, экономико-математические модели, корреляционно-регрессионный и сравнительный анализ, синтез, прогнозирование, экстраполяция, экспертный анализ.

Полученные результаты и их новизна: разработан научно-методологический базис системного исследования и развития фондового рынка, связанного с реальной экономикой через общий для них уравнивающий механизм, которые являются взаимосвязанными подсистемами экономической системы, реализующей принцип эквивалентности рынка ценных бумаг и реальной экономики; представлены принципы устойчивого функционирования фондового рынка, определены его экономические и социальные функции, а также экономическая модель фондового рынка и равновесное уравнение количественной теории инвестиции в ценные бумаги; выявлены закономерности и проблемы развития зарубежных фондовых рынков в условиях финансовой глобализации и кризисов; представлены модели макрорегулятора финансового рынка, комплексной системы управления его качеством, архитектуры мирового фондового рынка и макрорегуляторов с общим метастабильным стабилизатором; дана оценка потенциалу резервов отечественного фондового рынка, определены регионально-отраслевые диспропорции в его функционировании; определены индикаторы финансовой безопасности и конкурентоспособности финансового рынка, прогнозно-сценарийные модели и приоритеты развития фондового рынка Узбекистана на среднесрочную перспективу, разработан механизм и комплекс практических мер по их реализации в контексте современной макроэкономической политики государства.

Практическая значимость: результаты работы могут быть использованы при разработке государственной программы стратегического развития отечественного фондового рынка на среднесрочную перспективу, выполнении научных исследований и подготовке специалистов.

Степень внедрения и экономическая эффективность: результаты исследования приняты для внедрения в практику Олий Мажлисом Республики Узбекистан; Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан; ОАО «Kapital Invest», ОАО «Ishonch»; Депозитарной компанией «Depozit servis». Материалы диссертационной работы использованы при совершенствовании учебных программ курсов «Финансовый рынок и ценные бумаги», «Основы финансового инжиниринга», «Регулирование финансового рынка», «Экономическая системология», «Финансометрика», «Корпоративная политика», «Управление портфелем ценных бумаг» и в учебном процессе Ташкентского финансового института.

Область применения: Министерство финансов, Центральный банк, Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан, высшие учебные заведения.

Иқтисод фанлари доктори илмий даражасига талабгор Шохъзамий Шохмансур Шохназир ўғлининг 08.00.07-«Молия, пул муомаласи ва кредит» ихтисослиги бўйича “Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини стратегик ривожлантиришнинг методологик асослари ва устувор йўналишлари” мавзусидаги диссертациясининг РЕЗЮМЕСИ

Таянч сўзлар: қимматли қоғозлар ва фонд бозори, тизимли ёндашув, эквивалентлик, макрорегулятор, стратегик ривожлантириш индикаторлари, моделлари, устуворлари ва башоратлаш сценарийлари.

Тадқиқот объектлари: Ўзбекистон қимматли қоғозлари бозори ва ўзаро боғлиқ бўлган хориж фонд бозорлари.

Ишнинг мақсади: давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати доирасида Ўзбекистон фонд бозорини ўрта муддатда стратегик ривожлантиришнинг илмий-методологик асосларини ишлаб чиқиш, устувор йўналишларини белгилаш ва уларни амалга ошириш механизмини ишлаб чиқиш.

Тадқиқот методлари: диалектик ва тизимли ёндашувлар, гурҳлаш ва маълумотларни статистик ишлов бериш усуллари, иқтисодий-математик моделлар, корреляцион-регрессион ва солиштирма таҳлил, синтез, башоратлаш, экстраполяция ва эксперт таҳлил.

Олинган натижалар ва уларнинг янгилиги: эквивалентлик тамойилини амалга оширувчи иқтисодий тизимнинг ўзаро боғланган қуйитизимлари бўлмиш фонд бозорини умумий мувозанатлаштирувчи механизм орқали реал иқтисодиёт билан боғлиқликда тизимли тадқиқ қилиш ва ривожлантиришнинг илмий-методологик базиси ишлаб чиқилди; фонд бозорининг барқарор фаолияти тамойиллари берилди, унинг иқтисодий ва ижтимоий функциялари ҳамда фонд бозорининг иқтисодий модели ва қимматли қоғозларга инвестицияларнинг миқдорий назариясини ифодаловчи мувозанат тенгламаси аниқланди; хорижий фонд бозорларининг молиявий глобаллашув ва инқирозлар шароитида ривожланиши қонуниятлари ва муаммолари аниқланди; молия бозори макрорегулятори, унинг сифатини комплекс бошқариш тизими, жаҳон молия бозори архитектураси ва умумий метастабиллизаторли макрорегуляторларнинг моделлари берилди; миллий фонд бозори захиралари салоҳиятига баҳо берилди, унинг фаолиятидаги ҳудудий-тармоқий номутаносибликлари аниқланди; молия бозорининг молиявий ҳавфсизлик ва рақобатбардошлилик индикаторлари аниқланди, фонд бозорининг ўрта муддатга мўлжалланган башоратлаш моделлари ва устувор йўналишлари белгиланди, уларни давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати доирасида амалга ошириш механизми ва амалий чоралари ишлаб чиқилди.

Амалий аҳамияти: ишнинг натижалари миллий фонд бозорини ўрта муддатли истиқболда стратегик ривожлантириш давлат дастурини ишлаб чиқишда ҳамда илмий-амалий тадқиқотларни амалга ошириш ва кадрлар тайёрлашда қўлланилиши мумкин.

Татбиқ этиш даражаси ва иқтисодий самарадорлиги: тадқиқот иши натижалари Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлисининг қонунчилик палатаси, Давлат мулкани бошқариш Қўмитаси ҳузуридаги қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази, “Deposit servis” Депозитар компанияси, “Kapital invest” ОАЖ, “Ishonch” ОАЖ томонидан амалиётда қўллаш учун қабул қилинган. Диссертация материаллари Тошкент молия институтидаги “Молия бозори ва қимматли қоғозлар”, “Молия инжиниринги асослари”, “Молия бозорини тартибга солиш”, “Қимматли қоғозлар портфелини бошқариш”, “Иқтисодий системология”, “Финансометрика”, “Корпоратив сиёсат” фанлар ўқув дастурларини такомиллаштиришда ва ўқув жараёнда фойдаланилмоқда.

Қўлланиш соҳаси: Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Марказий банки, Давлат мулкани бошқариш Қўмитаси ҳузуридаги қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази, олий ўқув юртлари.

RESUME

Thesis of Soha'zamiy Shohmansur Shohnazir o'g'li on the scientific degree competition of the doctor of sciences in economics on speciality 08.00.07 – “Finances, monetary circulation and credit”, subject: “Methodological basis and priorities of strategic development of the securities market in Uzbekistan”

Key words: securities and this market, systems approach, macro regulator, equivalence, indicators, models, forecasting scenarios and priorities of strategic development.

Objects of research: securities markets of the Uzbekistan and related foreign securities markets.

Purpose of work: Development of scientific-methodological foundations, the definition of priorities for strategic development of the domestic securities market in the medium term and a mechanism for implementing in the context of modern macroeconomic policy of the state.

Methods of research: dialectical and systemic approaches, grouping, and statistical data processing, economic and mathematical models, correlation-regression and comparative analysis, synthesis, forecasting, extrapolation, and expert analysis.

The results obtained and their novelty: developed scientific-methodological basis of systems research and development of the stock market linked to the real economy through overall balancing mechanism for them, which are interconnected subsystems of the economic system that implements the principle of equivalence of the securities market and the real economy; represented the principles of sustainable functioning of the stock market, determined by its economic and social functions, as well as the economic model of the stock market and the equilibrium equation of the quantity theory of investment in securities; indentified regularities and the problems of development of foreign stock markets in conditions of financial globalization and crises; presented models of macro-regulator of financial market, complex system of management of its quality, architecture of the global stock market and macro-regulators with the general meta-stabilizer; assessed the potential reserves of the domestic stock market, defined regionally-industry imbalances in its functioning; identified indicators of financial security and competitiveness of the financial market, forecasting scenario models and the development priorities of the stock market of Uzbekistan in the medium term, develop mechanism and a set of practical measures for their implementation in the context of modern macroeconomic policy of the government.

Practical value: Results can be used in the development of state program of strategic development of the domestic stock market in the medium term, implementation of scientific and practical research and preparing specialists.

Degree of embed and economic effectivity: materials of dissertation were used in improving educational program courses of "Financial Market and Securities," "Fundamentals of Financial Engineering", "Regulation of financial markets", "Economic systemology", "Finance-metrics", "Corporate Policy", "Securities Portfolio management" and in the educational process of Tashkent Financial Institute.

Field of application: Ministry of Finance, Central Bank, the Centre of coordination and control over functioning of securities market under the Real Estate State Committee of Uzbekistan, Higher educational institutions.

Соискатель:

Ш.Ш. Шохъзамий