

МОЛІУАСНІ

МА'ЛУМОТНОМАСІ

BYULLETENI

СПРАВОЧНИК ФИНАНСОВОГО

РАБОТНИКА

БЮЛЛЕТЕНЬ

2022 9 (129)



TAHRIR KENGASHI:

O.Z. Nasritdinxojayev

D.Sh. Sultonov

A.Ya. Xaydarov

G.X. Raximova

O.R. Isakov

J.I. Abruyev

Sh.D. Muxamedov

A.B. Eshchanov

I.A. Abbosxonova

K.F. Tolipov

I.G. Xamidova

РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ:

О.З. Насритдинходжаев

Д.Ш. Султанов

А.Я. Хайдаров

Г.Х. Рахимова

О.Р. Исаков

Дж.И. Аbruев

Ш.Д. Мухамедов

А.Б. Эшчанов

И.А. Аббосхонова

К.Ф. Толипов

И.Г. Хамидова

TAHRIR HAY'ATI:

Bosh muharrir: Sirojiddin Ilhomov

i.f.d., prof. Abdug'afur Ibrohimov

i.f.d., prof. Ne'matilla Karimov

i.f.d., prof. Dilshod Po'latov

i.f.d. Dildora Karimova

i.f.d., prof. Nargiza Qo'ziyeva

i.f.d., prof. Shuhrat Toshmatov

i.f.d., prof. Nizomiddin Haydarov

i.f.d., prof. Rustam Hasanov

PhD Kaxramonjon Usmonov

РЕДКОЛЛЕГИЯ:

Главный редактор: Сирожддин Илхомов

д.э.н., проф. Абдугафур Ибрагимов

д.э.н., проф. Нёматилла Каримов

д.э.н., проф. Дилшод Пулатов

д.э.н. Дильдора Каримова

д.э.н., проф. Наргиза Кузиева

д.э.н., проф. Шухрат Ташматов

д.э.н., проф. Низомиддин Хайдаров

д.э.н., проф. Рустам Хасанов

PhD Кахрамонджон Усмонов

TAHRIRIYAT A'ZOLARI:

Bo'lim boshlig'i: Baxtiyor Atadjanov

Mas'ul kotib: Rahmon Ahmedov

Veb-analitik: Iroda Solihova

Muharrir: Umida Abdullayeva

Rassom-dizayner: Shaxobiddin Xo'jayev

Marketing bo'yicha mutaxassis: Behzod O'ktamov

Veb-redaktor: Pahlavonbek Ahmadaliyev

Iqtisodchi buxgalter: Mahmudxon Amirov

Ofis-menejer: Shaxlo Sharipova

СОСТАВ РЕДАКЦИИ:

Начальник отдела: Бахтиёр Атаджанов

Ответственный секретарь: Рахмон Ахмедов

Веб-аналитик: Ирода Салихова

Редактор: Умида Абдуллаева

Художник-дизайнер: Шахобиддин Ходжаев

Специалист по маркетингу: Бехзод Уктамов

Веб-редактор: Пахлавонбек Ахмадалиев

Бухгалтер-экономист: Махмуджон Амиров

Офис-менеджер: Шахло Шарипова

MUNDARIJA

БУХГАЛТЕРИЯ HISOBI VA HISOBOTI

Kamal ABDURAXIMOV

*Standartlarni batafsil o'rganish
yuqori sifatli buxgalteriya hisobining kalitidir..... 3*

Azimjon AHMADJONOV

*Auditorlik tekshiruvini avtomatlashtirish jarayonlarini
rivojlantirish istiqbollari..... 9*

Normo'min MAVLANOV

*Qurilish tashkilotlarining kreditga layoqatliligini
baholashning scoring modeli 19*

DAVLAT MOLIYASI

Lazizjon ABDALIMOV

*O'zbekistonda kapital bozorini rivojlantirishni
amalga oshirish..... 27*

XALQARO REYTING VA INDEKSLAR

**Temur Malik NARZIQULOV,
Farrux XUDAYKULOV**

*O'zbekistonning iqtisodiy xalqaro
reytinglardagi mavqei, islohotlar
va dolzarb masalalar 35*

ILMIY-TADQIQOT VA TAKLIFLAR

Saidmaqsudxo'ja SAYDALIYEV

*Kapital bozorini rivojlantirishda xorijiy
davlatlar tajribasi va uni O'zbekistonda qo'llash
imkoniyatlari 40*

БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ И ОТЧЕТНОСТЬ

Камал АБДУРАХИМОВ

*Детальное изучение стандартов – залог качественной
постановки бухгалтерского учета 50*

Азимжон АХМАДЖОНОВ

*Перспективы развития процессов автоматизации
аудиторской деятельности 56*

Нормумин МАВЛАНОВ

*Модель скоринга оценки кредитоспособности
строительных организаций 66*

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

Лазизжон АБДАЛИМОВ

*Работа, по развитию
рынка капитала в Узбекистане..... 74*

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ И ИНДЕКСЫ

**Темур Малик НАРЗИКУЛОВ,
Фаррух ХУДАЙКУЛОВ**

*Позиция Узбекистана в экономических
международных рейтингах,
реформы и актуальные вопросы 82*

НАУЧНЫЕ ИССЛЕДОВАНИЕ И ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Саидмаксудхужа САЙДАЛИЕВ

*Опыт зарубежных стран в развитии рынка
капитала и возможности его применения
в Узбекистане..... 87*

ОПЫТ ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАН В РАЗВИТИИ РЫНКА КАПИТАЛА И ВОЗМОЖНОСТИ ЕГО ПРИМЕНЕНИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ



Саидмаксудхужа САЙДАЛИЕВ,
*независимый соискатель
Ташкентского финансового института*

О
ТЕНЬ



инновация. В данной статье описан опыт зарубежных стран по развитию рынка капитала и возможности его применения в Узбекистане. Также на основе международного опыта были представлены предложения и рекомендации по развитию рынка капитала в Узбекистане.

ключевые слова: международные финансовые институты, рынок капитала, Всемирный банк, инфраструктура, сбережения, ценные бумаги, денежный рынок, депозит, инвестор, финансовые ресурсы, корпоративная структура, банковский сектор, облигация.

резюме. Ushbu maqolada kapital bozorini rivojlantirishda xorijiy davlatlar tajribasi va uning mavjudatida qo'llash imkoniyatlari yoritilgan. Shuningdek, xalqaro tajribalar asosida O'zbekistonda kapital bozorini rivojlantirish bo'yicha taklif va tavsiyalar bildirilgan.

asosiy so'zlar: xalqaro moliya institutlari, kapital bozori, Jahon banki, infratuzilma, jamg'arma, qimmatli qog'ozlar, pul bozori, depozit, investor, moliyaviy resurslar, korporativ tuzilma, bank sektori, atsiya.

abstract. This article describes the experience of foreign countries in the development of the capital market and the possibility of its application in Uzbekistan. Also, proposals and recommendations for development of the capital market in Uzbekistan based on international experience were presented.

key words: international financial institutions, capital market, World Bank, infrastructure, fundings, money market, deposit, investor, financial resources, corporate structure, banking sector,

углубление современных экономических исследований в глобальном масштабе, глобальное значение движения финансового капитала

и усиление транснационализации международных финансовых институтов на мировом рынке капитала свидетельствуют о том, что

деятельность рынка капитала и его институтов занимает важное место. По данным ряда международных финансовых институтов, входящих в группу Всемирного банка¹, глобальный объем мировых рынков капитала составляет 178 трлн. долларов США. Они являются одним из самых мощных двигателей экономического роста и создания богатства. Развитый внутренний рынок капитала позволяет правительствам и компаниям получить доступ к долгосрочному финансированию в местных валютах. Кроме того, это увеличит инвестиции в инновации и будет способствовать устойчивому росту в развивающихся странах, предоставляя больше возможностей для занятости растущему среднему классу. В ближайшие годы рынки капитала могут сыграть еще более важную роль, привлекая больше частного капитала в такие важнейшие сектора, как инфраструктура, жилищное строительство и климатическое финансирование². Чрезвычайно важную роль рынка капитала в мировой экономике можно увидеть в изменении рыночной капитализации субъектов, участвующих в вышеуказанном рынке капитала, по отношению к мировому ВВП. В частности, рыночная капитализация участников рынка капитала в 2016 году составила 96,3% мирового ВВП. В 2020 году этот показатель зафиксировал уровень выше 40%, при этом рыночная капитализация составила 134,6%³.

В настоящее время углубление и развитие финансово-экономических отношений на рынке капитала Узбекистана означает усиление роли этого сегмента в привлечении капи-

тала. Тенденции развития фондового рынка, считающегося одним из наиболее важных и крупных сегментов рынка капитала в Узбекистане, важны для оценки общего состояния развития рынка капитала. Основной институциональной единицей фондового рынка Узбекистана является Республиканская фондовая биржа «Ташкент». На колебания объема торгов фондового рынка Узбекистана в последние годы также серьезно повлияла начавшаяся в 2019 году пандемия COVID-19. В этот период покупательная способность физических и юридических лиц снизилась, что связано с возникновением напряженности в финансовом положении крупных производителей. В результате в 2019 году объем торгов ценными бумагами снизился на 36,2% по сравнению с 2018 годом и составил 438,82 млрд. сум. Позже, в результате принятых Правительством республики мер, направленных на повышение покупательной способности крупных акционерных обществ внутри республики в 2020 году наблюдался рост объема товарооборота, составивший 578,15 млрд. сум⁴. Однако доля этого рынка по-прежнему остается низкой по сравнению с ВВП.

Влияние этих факторов на тенденции развития мирового фондового рынка считается важным как основной «барометр», отражающий состояние развития или стагнации мировой экономики. В этом плане за основу можно взять результаты исследований, проведенных крупными учеными экономистами, такими как Я. Миркин⁵, Б. Рубцов⁶, а также Международным валютным фондом и Всемирным

¹ World Bank Group: The World Bank (International Bank for Reconstruction and Development); International Finance Corporation (IFC); and Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) https://openknowledge.worldbank.org/discover?rpp=10&etal=0&query=capital+market&group_by=none&page=2

² Capital Markets Development A Primer for Policymakers. The World Bank Group, 1818 H Street NW, Washington, DC 20433, USA; fax: 202-522-2422; e-mail: pubrights@worldbank.org.

³ <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>

⁴ Составлено автором на основании данных РФБ «Тошкент».

⁵ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития: М.: Альпина Паблишер, 2002. – 583 с.; www.mirkin.ru (Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ. – Москва, 2006. – С. 47–51.

⁶ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 423; Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая Академия при Правительстве РФ. – М., 2000. – С. 30.

банком⁷ по мировой финансовой системе. Исходя из результатов данных системных исследований можно сказать, что все вышеперечисленные факторы способствовали быстрому возрастанию роли фондового рынка, проявляя комплексное влияние на развитие рынка капитала и отражая состояние развития отраслей экономики страны. Исходя из этих соображений, сначала рассмотрим развитие фондовых бирж, занимающих основное место на мировом финансовом рынке и отражающих мировой рынок капитала и его конъюнктуру.

Анализ деятельности мировых фондовых бирж позволяет проанализировать роль рынка капитала в мировой экономике и его значение с научной и практической точек зрения, оценить его роль. Причина в том, что торго-

вая деятельность на рынке капитала в основном осуществляется через фондовые биржи, что является подтверждением этих идей. Согласно официальным данным Всемирного банка (World bank, www.worldbank.org), а также Всемирной федерации фондовых бирж (WFE World Federation of Exchanges, www.world-exchanges.org), по итогам 2018 года совокупный объем торгов мирового капитального рынка составил более 111 трлн. долларов, в общем объеме данных торгов доля рынка акций составила 87%. Однако, данный показатель имеет тенденцию к снижению в последние три года. То есть, объем торговли акциями на мировом рынке капитала снизился в 2018 году на 21 процент по сравнению с 2016 годом⁸ (рис. 1).

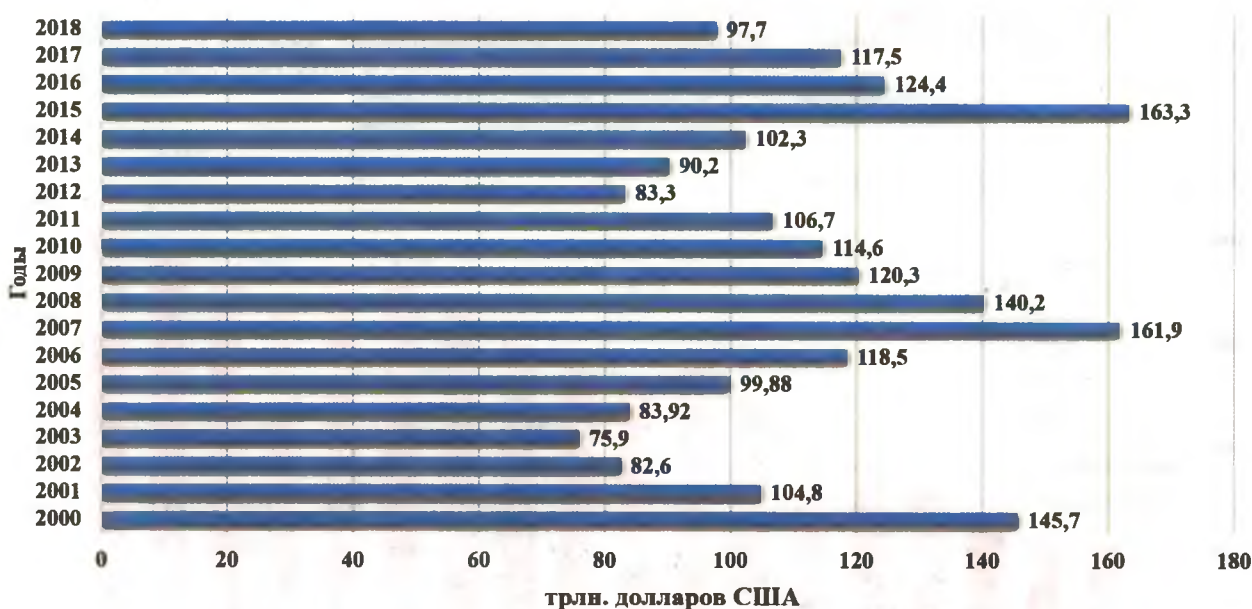


Рисунок 1. Общий объем биржевых операций фондового рынка как сегмента рынка капитала в мире⁹.

www.worldbank/wdi.org; www.wfe.org.

Рассчитано автором на основании официальных данных Всемирного банка (World bank, www.worldbank.org) и Всемирной федерации фондовых бирж (WFE World Federation of Exchanges, www.world-exchanges.org).

Составлено автором на основании официальных данных Всемирного банка (World bank, www.worldbank.org) и Всемирной федерации фондовых бирж (WFE World Federation of Exchanges, www.world-exchanges.org).

На основании статистических данных, представленных на рисунке, можно сказать, что в связи с тем, что рынок акций имеет высокую долю фондового рынка в мире, общий размер этого рынка позволяет определенным образом анализировать движение фондового рынка. Как сегмент фондового рынка общий объем торгов на рынке акций в 2018 году составил 97,7 трлн. долларов США. Это на 11,7 трлн. долларов США больше, чем ВВП в мире (85,91 долларов США в 2018 году).

Тем не менее, статистические показатели показывают, что объем этих продаж за последние три года снизился. За 19 летний аналитический период данного рынка акций с 2000 по 2018 годы на рынке акций три раза наблюдались повторные «большие волны». Так, в 2000, 2007, 2015 годах они были зафиксированы в результате большого роста объемов торгов. В целом видно, что объем продаж

снова увеличивается в среднем 6, 7-летнем перерыве между «большими волнами». Поэтому можно прогнозировать, что к 2022 году мировой фондовый рынок создаст очередную «большую волну» объема торгов акциями и увеличит общий объем торгов.

Эти приведенные статистические данные показывают, что на колебания капитализации фондового рынка компаний мира оказывают непосредственное влияние на основные показатели (относительно ВВП) (рис. 2).

На основании данных рисунка можно сказать, что в 2018 году, несмотря на то, что уровень капитализации фондового рынка в мире будет на более низком уровне, чем в 2000 году, т. е. 92,9%, мы можем видеть общую тенденцию роста мирового ВВП в анализируемом периоде. Это свидетельствует о том, что уровень капитализации ценных бумаг был количественно выше в 2018 году, чем в 2000 году.

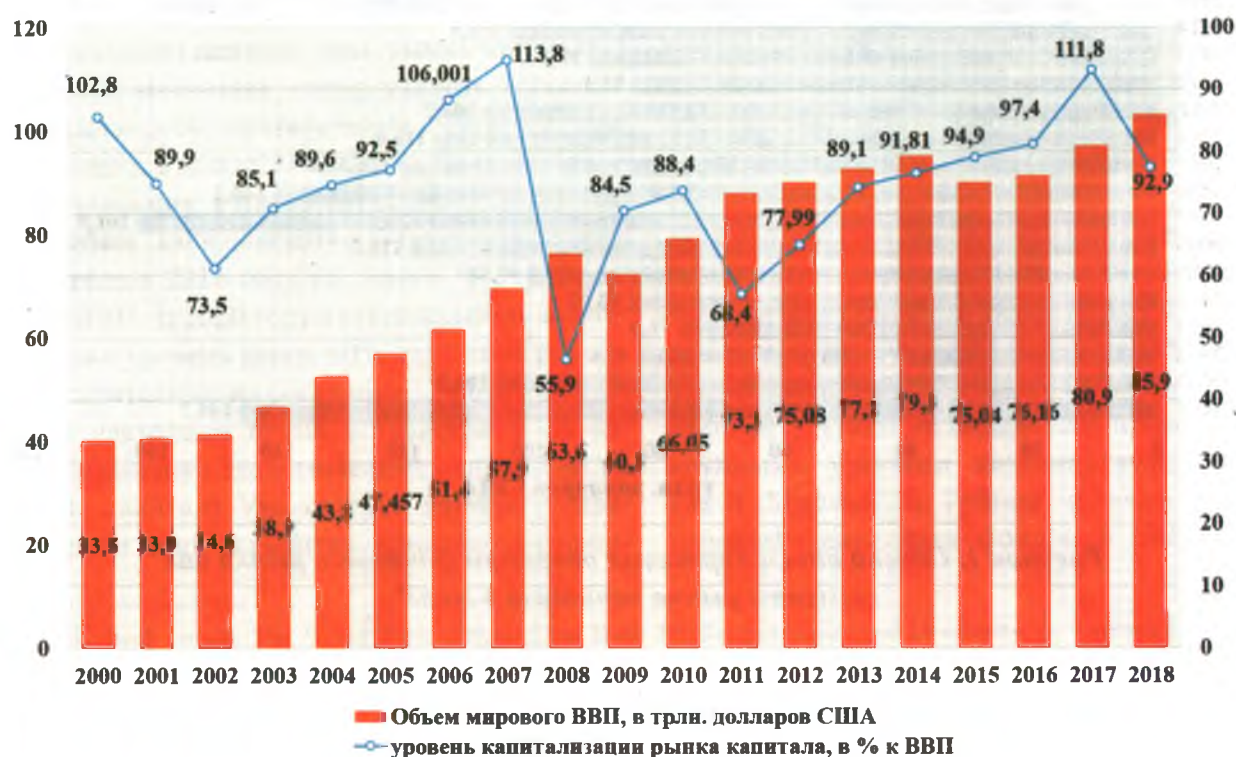
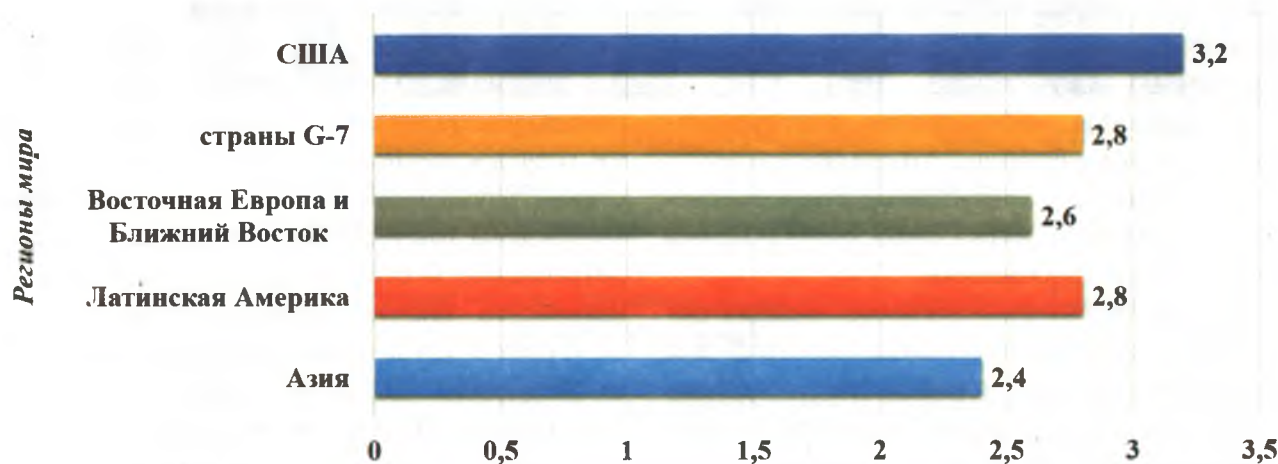


Рисунок 2. Изменение уровня капитализации мирового фондового рынка по отношению к размеру мирового ВВП¹⁰.

¹⁰ Составлено автором на основании официальных данных Всемирного банка (World bank, www.worldbank.org) и Всемирной федерации фондовых бирж (WFE World Federation of Exchanges, www.world-exchanges.org).

Кроме того, анализ показывает, что уровень капитализации колебался по-разному в период с 2000 по 2018 год. Судя по статистическим данным, в 2005, 2006, 2007 годах уровень капитализации мирового фондового рынка значительно вырос по сравнению с предыдущими годами. Это стало причиной мирового финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2008 году. В результате уровень капитализации в этом году резко вырос на 113,8%. Высокий

уровень этого показателя можно объяснить тем, что в кризисные годы на мировом фондовом рынке объемы товарооборота и спекуляций увеличивались больше нормы в регионах мира (рис. 3). Однако под влиянием кризиса в последующие годы индекс уровня капитализации ценных бумаг в мире зафиксировал тенденцию к снижению. Это может быть связано с ухудшением финансового положения корпоративных структур под влиянием кризиса.



Наряду с этими показателями

Рисунок 3. Резкий рост спекулятивного торгового оборота фондового рынка в регионах мира в кризисные годы¹¹.

Также экономисты нашей страны отмечают, что глобальная чрезвычайная ситуация в области здравоохранения, начавшаяся в 2019 году и продолжающаяся поныне, оказывает негативное влияние на макроэкономический баланс в мире. Это, в свою очередь, негативно сказывается на уровне капитализации на фондовом рынке. Эта ситуация, в первую очередь, выводит на поверхность такую негативную ситуацию, как бегство финансового капитала из стран, где здоровье населения находится под угрозой. В связи с этим даются следующие предварительные прогнозы:

- темпы экономического роста в странах снизятся в среднесрочной перспективе;
- могут возникнуть трудности с привлечением прямых иностранных инвестиций. Для предотвращения этого необходимо будет обеспечить внутреннее потребление для поддержания стабильности национального фондового рынка;
- из-за дестабилизации макроэкономического баланса в странах объем ВВП снизится. Важно поддерживать внутреннее потребление путем снижения процентных ставок, чтобы уменьшить влияние импорта на дисбаланс.

¹¹ Жахон банки (World bank, www.worldbank.org) hamda Jahon fond birjalari federatsiyasining (WFE World Federation of Exchanges, www.world-exchanges.org), www.knoema.org rasmiy ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan. Inqiroz deyilganda Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi nazarda tutilgan.

В результате повысится кредитоспособность людей, и может быть достигнут баланс совокупного спроса и совокупного предложения¹².

На основании изложенного целесообразно рассмотреть передовой опыт развитых стран в развитии рынка капитала Узбекистана и принять его аспекты, совместимые с местными условиями.

Важно следующее:

- повысить доступность рынка капитала для всех категорий инвесторов за счет использования передовых подходов, успешно апробированных за рубежом;

- создание эффективного альтернативного механизма банковского кредитования;

- развитие устойчивой системы обеспечения рынка капитала кадрами, отвечающими современным требованиям.

Исходя из вышеизложенного, в целях повышения доступности рынка капитала для всех категорий инвесторов за счет использования передовых подходов, успешно апробированных за рубежом мы рассмотрим рынок капитала зарубежных стран, имеющих определенный опыт развития рынка капитала, их текущее состояние и опыт развития.

Благодаря должному развитию рынка капитала Китайская Народная Республика является одной из ведущих стран мира по показателям развития.

В настоящее время уровень сбережений домашних хозяйств во многих развитых странах резко упал. В Китае норма сбережений (доля инвестиций в ВВП) составляет 50 процентов. Разница между нормами сбережений в двух крупнейших экономиках мира (Китае и США) неуклонно увеличивалась на протяжении последних десятилетий. Если в 1980-е годы эта норма в Китае была в два раза больше, чем в США, то к 2000-м годам эта цифра увеличилась в пять раз. Причины такой большой раз-

ницы показаны ниже. Во-первых, высокий уровень накопления в Китае связан с низким уровнем развития социального обеспечения. Китайское правительство только намерено начать реформы для улучшения качества жизни в стране. Также, несмотря на высокий уровень экономического роста, удерживаются на низком уровне объемы социальных пособий и пенсий, не развито медицинское страхование. Существует множество препятствий для улучшения трудовых отношений (система регистрации и требование других разрешений для приема на работу), а традиционные отношения между правительством и менеджерами государственных предприятий не способствуют улучшению условий труда. Китайцы вынуждены откладывать больше на будущее потребление и страховать себя от большого количества рисков. Во-вторых, экономический рост в Китае привел к изменению состава сбережений. По данным Народного банка Китая, если в 1990–2000 годы доля сбережений домашних хозяйств была на уровне 20% ВВП, а доля накоплений предприятий в 1990 годы находилась на уровне 10 процентов ВВП, то к 2000 годам этот показатель поднялся до 20–25% ВВП¹³. Уровень государственных сбережений также значительно изменился – с 4% в 1990 годы до 8% в 2000 годы. Наибольший рост сбережений (инвестиционного потенциала) произошел на предприятиях. В настоящее время китайское правительство планирует перераспределить сбережения в пользу домохозяйств с целью стимулирования потребления и регулирования (снижения) нормы сбережений, а также передать часть акций предприятий в фонды социального страхования¹⁴.

В этой стране, где эффективно реализуется вышеуказанная функция накопления, активизируется приток финансовых ресурсов потенциальных инвесторов на рынок капитала.

¹² Jumayev N.X., Raxmonov D. Koronavirus jahon iqtisodiyotiga ta'sir qiladi (mi)? <https://t.me/nodirjumayev>

¹³ А. Ибодуллаев. Развитие рынка организованных ценных бумаг в Узбекистане <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-rynka-organizovannyh-tsennyh-bumag-v-uzbekistane/viewer>

¹⁴ Muminov N.G. Xitoy moliya bozori takomillashtirilishining investitsion jarayonlarni faollashtirishga ta'siri. Iqtisod va moliya / экономика и финансы 2015, 1.

СПРАВОЧНИК ФИНАНСОВОГО РАБОТНИКА

Это, в свою очередь, положительно влияет на повышение капитализации рынка капитала в

этой стране и соответствующее увеличение его доли по отношению к ВВП.



Рисунок 4. Изменение объема капитализации рынка капитала Китая в 2010–2020 годы¹⁵.

В 2010–2020 гг. изменение размера капитализации китайского рынка капитала носило колеблющийся характер. В соответствии с этим, объем капитализации рынка капитала этой страны составил в 2010 году 4,028 трлн. долларов США, доля в ВВП составила более 66%. Также данный показатель в 2015 году возрос до 74%, объем капитализации рынка составил 8,1 трлн. долларов США. Однако в Китае началась пандемия коронавируса. В период пика данного пандемического периода в стране, т.е. в 2018 году, рыночная капитализация составила 6,3 трлн. долларов США, размер рыночной капитализации уменьшился на 2,4 трлн. долларов США по сравнению с предыдущим годом. Хотя этот показатель несколько увеличился в 2019 г., мы можем видеть, что он снизился по сравнению с объемом капитализаций рынка в 2017 году на 0,2 трлн. долларов США. В результате практического эффекта от принятых в 2020 году экономических и финансовых мер и благодаря

эффективности неотложных мер по отношению к пандемии коронавируса размер этого показателя вырос до 12,2 трлн. долларов. По сравнению с ВВП страны объем этого рынка составил более 82%.

В целом основной задачей современной китайской экономической политики является стимулирование потребления и повышение качества жизни в стране. Иными словами, государство проводит политику балансирования уровня доходов различных слоев населения. При этом рост сбережений также тесно связан с демографической политикой Китая. После того, как в 1979 году правительство приняло политику одного ребенка, китайцы стали больше откладывать, поскольку потребительские расходы, связанные с воспитанием детей, значительно сократились. Увеличение накопленных средств положительно сказалось на участии населения страны в качестве потенциальных инвесторов на рынке капитала¹⁶.

¹⁵ <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart&locations=CN>

¹⁶ Muminov N.G. Xitoy moliya bozori takomillashtirilishining investitsion jarayonlarni faollashtirishga ta'siri. Iqtisod va moliya / экономика и финансы 2015, 1.

Изучая взаимосвязь между инвестициями и сбережениями на фоне объема экспорта Китая и роста реального ВВП, можно сделать вывод, что «государственный интервенционизм» Китая оказывает существенное влияние на внутренние инвестиционно-сберегательные процессы. Хотя финансовый сектор Китая строго регулируется, «государственное вмешательство» Китая влияет на мировую экономику через потоки экспорта и импорта. Принимая во внимание беспрецедентное влияние денег в мировую экономику со стороны США и масштабные государственные закупки нестандартным (нарушенным, неправильным) рынком Китая, можно сделать вывод, что такая ситуация, пусть и временно, но приводит к разногласиям в инвестиционных процессах в мире¹⁷.

Для изучения передового опыта развития рынка капитала в Узбекистане в качестве страны со схожими тенденциями развития была выбрана Сербия. Ниже мы рассмотрим состояние развития рынка капитала этой страны.

Единственным крупным сегментом рынка капитала, который относительно хорошо работает в этой стране, является рынок государственных облигаций. Другие сегменты рынка капитала значимы тем, что имеют относительно ограниченный вклад в финансирование экономики в государстве. Частный сектор не использует частные рынки облигаций для своих финансовых нужд, учитывая легкий доступ к дешевым банковским кредитам в финансовой системе Сербии, где доминируют банки. До недавнего времени IPO не проводилось с 1940 года. Это, в свою очередь, стало негативным следствием слаборазвитости сегментов рынка государственного и частного капитала в Сербии. Также в этой стране совокупный объем институциональных инвесторов, включая паевые фонды и добровольные пенсионные фонды, владеет менее чем 1,5% ВВП страны.

По этой причине относительно хорошо развитым рыночным сегментом рынка капитала является рынок государственных облигаций. В отличие от рынка государственных облигаций, рынки негосударственных облигаций значимы тем, что они только что сформировались. По этой причине их развитие относительно ниже, чем рынок государственных облигаций. Интересным аспектом и сходством рынка капитала этой страны с нашей является то, что в этой стране практически отсутствует рынок корпоративных облигаций. Эмиссионная деятельность на рынке корпоративных облигаций не велась в течение многих лет. Из-за банковского стиля финансирования частный сектор в основном полагается на финансовую деятельность коммерческих банков, а не на рынок корпоративных облигаций, потому что их инструменты относительно дешевле. Пересмотр существующей системы налогообложения для поощрения участия частного сектора на рынке негосударственных облигаций, а также структуры стоимости и вознаграждения за частное размещение и выпуск государственных корпоративных облигаций стало сегодня серьезной проблемой в этой стране¹⁸. Отрицательные налоговые правила негативно сказываются на рынке частных облигаций, отбивая у отечественных и иностранных инвесторов охоту вкладывать средства в финансовые продукты.

Кроме того, в то время как инвестиции в государственные облигации не облагаются налогом, нет никаких налоговых льгот для инвестиций в другие продукты рынка капитала, то есть инвестиции в корпоративные облигации и акции облагаются налогом. Сложные административные процедуры (например, обязательные местные налоги для нерезидентов) и отрицательные налоговые правила по процентным свопам (применяется полный механизм налогообложения вместо чистой суммы между пла-

¹⁷ Muminov N.G. Xitoy moliya bozori takomillashtirilishining investitsion jarayonlarni faollashtirishga ta'siri. Iqtisod va moliya / экономика и финансы 2015, 1.

¹⁸ Источник: Republic of Serbia Technical note Capital market development february 2019. <https://data.worldbank.org>

тельщиком и получателем) приводят к снижению спроса со стороны инвесторов.

Рынки капитала могут играть важную роль в экономическом росте не только Сербии, но и всех стран, но для развития рынков капитала должны существовать определенные условия. Эффективные рынки капитала могут обеспечить финансирование государственного и частного секторов, способствуя доступу к внутренним и международным финансовым ресурсам. В связи с этим основная функция рынков капитала заключается в обеспечении эффективной и действенной связи между различными типами инвесторов (отечественные фонды, в том числе местные институциональные пенсионные фонды, страховые компании, коммерческие банки, местные розничные и иностранные инвесторы) и различными эмитентами (в основном крупные и средние компании).

На основании изложенного следует отметить, что иностранные развитые рынки капитала предоставляют ряд инвестиционных активов для внутренних институциональных инвесторов и активно способствуют диверсификации

базы инвесторов. Это позволяет эмитентам привлекать финансовые ресурсы из источников, отличных от различных коммерческих банков, часто с меньшими затратами. В этом процессе важно выполнение условий макроуровня:

- макрополитическая стабильность;
- структура и правовой иммунитет корпоративного сектора;
- усовершенствованная нормативно-правовая база;
- период и цикл изменения уровня процентных ставок;
- уровень развития банковского сектора.

В этом отношении в финансовом секторе Сербии доминируют банки с небольшой базой институциональных инвесторов. По итогам 2020 года 90,7% активов финансового сектора принадлежало банковскому сектору. Активы пенсионных фондов, страховых компаний и инвестиционных фондов, отечественных институциональных инвесторов составляют 0,8%, 6,6% и 0,6% ВВП страны соответственно, то есть менее 10% активов финансового сектора.

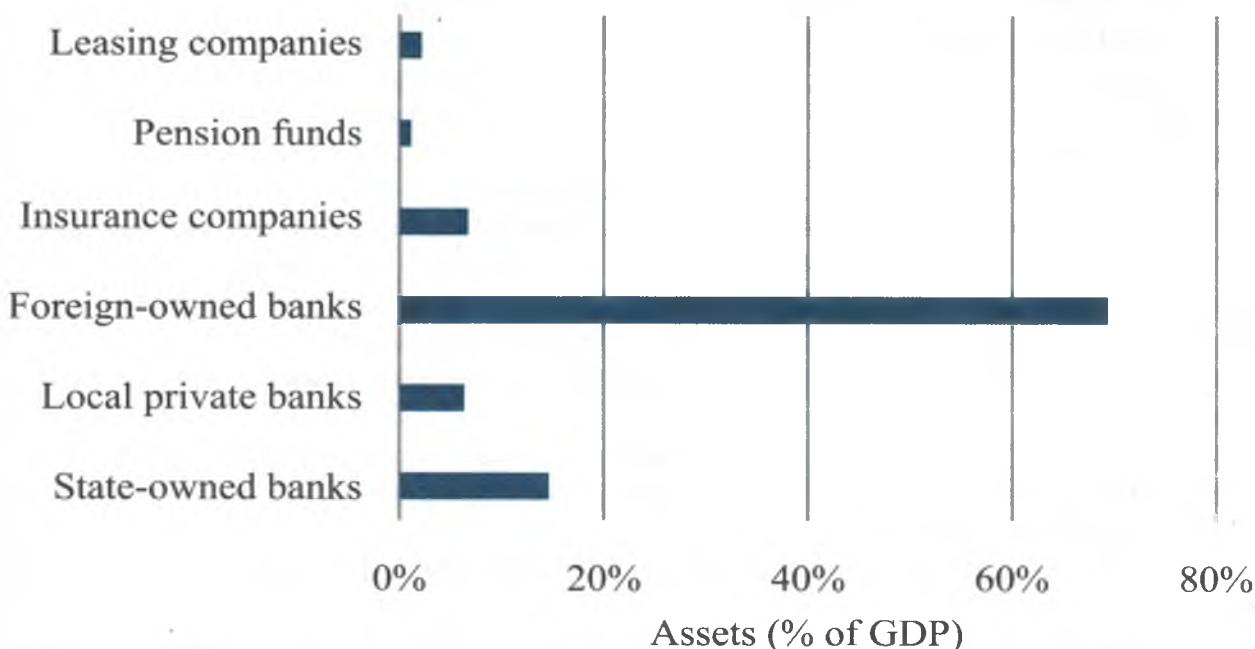


Рисунок 5. Доля институциональных субъектов капитального рынка Сербии в ВВП в 2020 году¹⁹.

Источник: Republic of Serbia Technical note Capital market development february 2019. <https://data.worldbank.org>

В результате нашего научного исследования мы изучили деятельность рынка государственных ценных бумаг, крупнейшего сегмента рынка капитала в этой стране. Предложение о выпуске государственных ценных бумаг с привязкой к инфляции, разработанное в целях дальнейшего развития рынка государственных ценных бумаг, направлено на дальнейшее расширение возможностей увеличения доли свободно обращающихся ценных бумаг по отношению к ВВП. В результате реализации данного предложения усовершенствованы финансовые инструменты вторичного рынка государственных ценных бумаг путем организации свободной торговли

государственными ценными бумагами с привязкой к инфляции. Будет налажена практика выпуска государственных ценных бумаг для целевого финансирования развития инфраструктуры.

В заключение можно сказать, что аудитория потенциальных инвесторов может быть расширена путем принятия достаточных мер по обеспечению баланса между сбережениями и потреблением в развитии рынка капитала в Узбекистане. Также возможно добиться диверсификации инструментов рынка капитала и увеличения количества эмитентов за счет развития государственных облигаций и рынка облигаций в целом.

Литература:

1. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития: – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 583 с.; www.mirkin.ru (Миркин Я. М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия// Финансовая академия при Правительстве РФ.-Москва, 2006. – С. 47–51.
2. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 423; Рубцов Б. Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития.-М.: Финансовая Академия при Правительстве РФ. М., 2000.-С. 30
3. World Bank Group: The World Bank (International Bank for Reconstruction and Development); International Finance Corporation (IFC); and Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) https://openknowledge.worldbank.org/discover?rpp=10&etal=0&query=capital+market&group_by=none&page=2
4. Ибодуллаев А. Развитие рынка организованных ценных бумаг в Узбекистане <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-rynka-organizovannyh-tsennyh-bumag-v-uzbekistane/viewer>
5. Capital Markets Development A Primer for Policymakers. The World Bank Group, 1818 H Street NW, Washington, DC 20433, USA; fax: 202-522-2422; e-mail: pubrights@worldbank.org <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>
6. “Toshkent” RFB ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan. www.worldbank/wdi.org; www.wfe.org.
7. Jahon banki (World bank, www.worldbank.org) hamda Jahon fond birjalari federatsiyasining (WFE World Federation of Exchanges, www.world-exchanges.org) rasmiy ma'lumotlari asosida muallif tomonidan hisoblangan.
8. Jumayev N. X., Raxmonov D. Koronavirus jahon iqtisodiyotiga ta'sir qiladi (mi)? <https://t.me/nodirjumayev>
9. Muminov N. G. Xitoy moliya bozori takomillashtirilishining investitsion jarayonlarni faollashtirishga ta'siri. Iqtisod va moliya / экономика и финансы 2015, № 1. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart&locations=CN>
10. Republic of Serbia Technical note Capital market development february 2019. <https://data.worldbank.org>