

# ИҚТИСОДИЙ

## ВА

# ТАЪБИИ



**3/4**

**2001**

муомалага чиқарилган бўлса, кейинчалик 6,9 ва 12 ойлик облигациялар чиқарила бошлади. ДҚМО бозорининг тез суръатлар билан ўсиб бориши Молия вазирлиги томонидан унинг айланиш даврини узайтиришга имкон яратди. Ҳозирги кунда 3 ойлик ДҚМО ларни муомалага чиқариш тўхтатилди. Давлатнинг қисқа муддатли облигацияларининг умумий ҳажмида муомала муддати нисбатан узок бўлган облигацияларнинг улуши аста-секин кўпайиб бормоқда. 2000 йил охирига келиб, 9 ва 12 ойлик ДҚМО ларнинг умумий облигациялар бозоридаги улуши 70 фоиздан ортиқни ташкил этди.

Ушбу инструментни бозор шароитига мос ҳолда такомиллаштириб, тижорат банкларининг ликвидлигини бошқаришнинг қулай инструментларидан бири сифатида РЕПО (қайтариб олиш шарти билан тузиладиган олди-сотди битими) операцияларини янада кенгайтормоқда. Шунингдек, Марказий банк томонидан давлатнинг қисқа муддатли облигациялар бозорини ривожлантириш бўйича фаол иш олиб борилмоқда. Давлатнинг қисқа муддатли облигацияларини жойлаштириш бўйича доимий ким ошди савдолари ўтказилмоқда.

Республика ҳукумати, иқтисодий ислоҳотларни янада чуқурлаштириш мақсадида Марказий банкнинг ҳуқуқи, вазифаларини янада кенгайтирди. Марказий банк ягона эмиссия марказига айланди ва бозор талабларига жавоб берадиган пул-кредит сиёсатининг билвосита инструментларидан фойдаланган ҳолда қатъий сиёсат олиб борди.

Амалга оширилган чора-тадбирлар тез орада ўз натижасини берди. Пулнинг ўртача ойлик қадрсизланиши 1994 йилдаги 30 фоиздан 2000 йилда 2,1 фоизгача қисқарди.<sup>24</sup> Инфляциянинг кескин пасайиши билан банк фоиз миқдорларининг пасайиши учун шарт-шароит яратилди, бу эса ўз навбатида ўрта ва узок муддатли кредитлаш жараёнларини рабатлантирди.

Бугунги кунда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетор сиёсатнинг қуйидаги билвосита инструментларидан - мажбурий захиралар, очиқ бозордаги операциялар, тижорат банкларини қайта молиялаш механизмидан фойдаланмоқда.

К.э.н. Расулев Д.,  
к.э.н. Газиёва М.

### ***Развитие приватизационных фондов***

Формирование рыночных отношений в республике, реформирование экономики, создание многоукладной социально-ориентированной системы регулирования производственных отношений во многом осуществляется через процесс приватизации и разгосударствления собственности.

Решив прибегнуть к ваучерной приватизации, как в России, Узбекистан, при содействии экспертов Мирового банка, определил

<sup>24</sup> Ф.М.Муллажонов. «Банк тизими мустақиллик йилларида», Бозор, пул ва кредит № 9, 2000 йил ва №5, 2001 йил.

программу создания приватизационных инвестиционных фондов (ПИФ), которая рассматривается как крупномасштабная и массовая приватизация.

Процессы реформирования государственных предприятий через приватизацию и акционирование разделяют на три этапа .

Начальный этап (1991-1994 гг.) заключался в приватизации мелких и средних предприятий, производящих потребительские товары и оказывающих услуги населению. На следующем этапе (1994-1996 гг.) были охвачены индустриальный комплекс и отдельные базовые отрасли. Третий этап (1996- по настоящее время) представляет собой начало массового разгосударствления, ориентированного на привлечение накопленных средств населения и индивидуальную приватизацию крупных предприятий, составляющих экономическую мощь государства.

Особенно важным явилось то, что с 1996 г. начинается организация структур с высоким инвестиционным потенциалом - холдингов и создается их база.

Приватизационные инвестиционные фонды - еще одно нововведение этого периода, целью которого было вовлечение в процесс приватизации массовых слоев населения, чему способствует защищенность ПИФов от банкротства государственными гарантиями.

Приватизационный инвестиционный фонд - это открытое акционерное общество, в задачи которого входят: привлечение средств в ценные бумаги приватизируемых предприятий за счет эмиссии собственных акций; инвестирование собственных средств и полученных специальных государственных кредитов; торговля ценными бумагами; участие в качестве акционеров в развитии и повышении эффективности предприятий, акциями которых он владеет.

ПИФ осуществляет выпуск акций двух эмиссий. Первая из них производится при создании ПИФа и акции распределяются среди учредителей общества. Вторая же реализуется в течение шести месяцев со дня регистрации эмиссии в центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг.

Отличительной особенностью ПИФов является право привлечения специального государственного кредита. Причем кредит предоставляется в виде отсрочки платежа за приобретаемые акции приватизационных предприятий в размере 70% от суммы сделки, остальные 30% оплачиваются собственными средствами ПИФа. Списки приватизационных предприятий, акции которых предлагаются ПИФам по номинальной стоимости с предоставлением кредита, утверждаются Кабинетом Министров Республики Узбекистан.

Для привлечения широких слоев населения к процессам приватизации разработана и реализуется программа ПИФов. Главными отличительными чертами программы ПИФов являются: для обеспечения акций ПИФов предложены акции высокодоходных предприятий; участие в программе широких слоев населения по собственной инициативе; обеспечение дополнительного источника дохода граждан.

Для обеспечения равномерного доступа к акциям ПИФов по всей территории Узбекистана, благоприятных условий для потенциальных их покупателей, привлечены коммерческие банки страны, имеющие расширенную сеть филиалов и отделений. За время практической реализации программы ПИФов - с 1996г. по 2000г, они стали полноправными участниками рынка ценных бумаг, где выполняют функции институциональных инвесторов.

По некоторым данным, суммарная стоимость активов приватизированных фондов приближается к 2,2 млрд. сумов, в том числе долгосрочные вложения, с учетом предоставленного специального государственного кредита - 1,75 млрд. сумов.

В настоящее время в качестве ПИФов функционируют 55 фондов. Общее число их акционеров на конец 1999г. превысило 74 тыс. человек, ими приобретено ценных бумаг на сумму 316,9 млн. сум.

Дальнейшее развитие ПИФов, наш взгляд непосредственно связано с следующими обстоятельствами:

1. Развитие инфраструктуры фондового рынка в Узбекистана уже способствовало увеличению оборота ценных бумаг на биржевом и внебиржевом рынках. Объемы продаж на внебиржевом рынке, начиная с 1996г., значительно превосходят объемы биржевой торговли акциями. Для современного рынка ценных бумаг республики пока еще характерно преобладание первичных эмиссий и первоначального размещения акций среди инвесторов. Вторичный фондовый рынок еще формируется. Он, как и все развивающиеся фондовые рынки, на первоначальной стадии своего становления сталкивается со значительными трудностями и, в первую очередь, низкой ликвидностью ценных бумаг. Для повышения ликвидности рынка необходима реализация комплекса мер и, прежде всего, совершенствование организации рынка, дальнейшее развитие структур биржевого и внебиржевого рынков, снижение издержек и риска в системе обращения и обслуживания ценных бумаг, повышение информационной прозрачности рынка. В первую очередь следует обеспечить приближение стандартов работы фондовой биржи к общепринятым международным стандартам.

2. В целях привлечения мелких инвесторов к участию на фондовом рынке необходимо и дальше стимулировать развитие форм коллективного инвестирования - инвестиционных фондов, приватизационных инвестиционных фондов. Один из путей активизации участия мелких инвесторов в приватизационных процессах - распространение этих фондов. Ввиду того, что мелкий инвестор лишен возможности самостоятельно совершать наиболее доходные вложения, что связано с недостатком средств на формирование достаточно крупного и диверсифицированного портфеля ценных бумаг, по Узбекистану создаются инвестиционные и приватизационные инвестиционные фонды.

3. Одновременно с расширением рынка ценных бумаг, как формы владения капиталом, правами собственности, в том числе правом на

получение дивидендов или процентов, возникли и вопросы наиболее оптимального налогообложения в этой сфере. Вопрос в том, что корпорационный налог взимается с прибыли компаний. При этом принципиальным является вопрос сокращения так называемого экономического двойного налогообложения, т.е. одновременного обложения прибыли на уровне компаний и на уровне акционеров, получающих дивиденды. С учетом зарубежного опыта необходимо совершенствовать механизмы и технологию налогообложения.

4. Успешное осуществление приватизационных процессов во многом зависит от степени вовлеченности иностранного капитала, ноу-хау, передовых технологий, современного менеджмента. Участие иностранных инвестиций в приватизационном процессе, и, в особенности, прямых иностранных инвестиций в виде привлечения стратегического инвестора - насущная необходимость особенно для крупных предприятий страны. В этой связи большой интерес вызывают теория и мировая практика применения индивидуального подхода к приватизации и дифференциальный подход в определении пакета акций иностранным инвестором, в частности.

5. Следует подчеркнуть, что основу функционирования фондового рынка составляет доверие инвесторов. От того, насколько успешно это доверие будет сохранено, зависит судьба рынка, а следовательно, и возможность мобилизации инвестирования свободного заемного капитала. В нашей стране государственное регулирование более необходимо, чем в странах с установившимися рыночными отношениями, так как наиболее остро стоит задача быстрого становления рынка ценных бумаг. Однако, оно должно быть дополнено саморегулированием, на основе создания, по инициативе участников рынка, саморегулируемых организаций, как одного из вариантов регулирования рынка ценных бумаг. Рынок ценных бумаг, являясь неотъемлемой частью современной рыночной экономики, позволяет органично увязывать интересы инвесторов, имеющих свободные финансовые ресурсы и интересы эмитентов, испытывающих потребность в инвестициях.

6. В Узбекистане заложены основы для институционального становления национального рынка ценных бумаг, отвечающего задачам начальной стадии формирования цивилизованных рыночных отношений в стране. Успешному формированию этого принципиального нового сегмента финансовой системы Узбекистана в немаловажной степени способствовали скоординированные действия органов государственного регулирования и самих профессиональных участников этого рынка по налаживанию эффективной системы регулирования фондовой деятельности, не допустивших серьезных диспропорций на фондовом пространстве страны или крупных афер с фондовыми ценностями. Однако, по мере количественного и качественного роста национального рынка ценных бумаг, усложнения отношений между его субъектами, действующий механизм регулирования стал все больше и больше отставать от потребностей

реальной фондовой деятельности и запросов его профессиональных участников.

В качестве убедительного довода в пользу кардинального обновления существующей в нашей стране системы регулирования участников национального рынка ценных бумаг выступает также ее сравнение с аналогичными системами в развитых странах мира, свидетельствующее о значительном отставании многих ее параметров от международных стандартов регулирования фондовой деятельности. Создание качественно нового механизма регулирования фондового рынка в Республике Узбекистан не только взвешенного изучения лучшего зарубежного опыта, но и тщательного научно-методологического обоснования принципов, структуры и содержание создаваемой модели управления фондовой индустрией страны. Процесс формирования такой модели не может быть успешным без тесного взаимодействия государственных органов регулирования, саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка, а также заинтересованного участия и специалистов данного профиля.

Доц. Боев Х.И.,  
к.ўқ. Қўлдошев К.М.

### *Миллий суғурта бозорини такомиллаштириш усуллари*

Жаҳондаги ривожланган мамлакатлар иқтисодий ўсиш жараёнида аввало суғуртани иқтисодиётнинг стратегик тармоғи сифатида баҳолаб, бу соҳага алоҳида эътибор берганлар.

Ҳозиргача иқтисодчиларнинг кўпчилиги давлат бюджетининг табиий ва техноген офатларга сарфланадиган маблағларини тежаш ҳамда мамлакат иқтисодиётига турли формадаги инвестицияларни олиб келиш ва давлат ҳудудида вужудга келадиган ижтимоий муаммоларни бартараф этишда суғуртанинг ўрнини босадиган омил деярли йўқ деб ҳисобламоқдалар.

Маълумки, бозор муносабатлари жамиятнинг ҳамма жабахаларини қамраб олгани сари давлатнинг ўз фуқаролари манфаатларини ҳимоялаш, кўрилган зарарларни қоплашга кетадиган харажатларининг қисқариши ривожланган мамлакатлар тажрибасида кузатишган. Чунки, бозор иқтисодиёти фуқароларнинг ўз мулкига эга бўлишлари учун ҳамма имкониятларнинг вужудга келишига шароит яратди, натижада фуқаролар ҳамда мулкдорларнинг у ёки бу шаклда кўрган зарарларини давлат бюджети ҳисобидан эмас, балки суғурта компанияларининг мавқеи кучайиши ва суғурта хизматига бўлган талабнинг мамлакат ичкарисида кўпайишига олиб келади. Давлат эса суғуртанинг ривожини таъминлайди, уни бошқаришнинг ҳуқуқий асосларини яратиб беради, ташкилий ҳамда иқтисодий механизмларини такомиллаштиришга ҳар томонлама ёрдам кўрсатади. Ўзбекистон давлати ҳам жаҳондаги ривожланган мамлакатлар тажрибасидан фойдаланган ҳолда мамлакатда суғурта тизимининг ривожланиши таъминлаб берадиган «Суғурта тўғрисида»ги қонунни 1993 йили қабул қилиб, суғурта тармоғининг ривожланишига ва суғурта бозорининг вужудга келишига ҳамма имкониятларни очиб беради. Натижада давлатнинг ташаббуси билан Ўзбекистонда қатор давлат акциядорлик суғурта