

**БУТИКОВ Игорь Леонидович,**  
директор Центра исследований  
Госкомконкуренции Республики Узбекистан,  
доктор экономических наук

# ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ СОВРЕМЕННОГО ЭТАПА РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ УЗБЕКИСТАНА

УДК 336.773

***БУТИКОВ И.Л. ЎЗБЕКИСТОН ИҚТИСОДИЁТИ РИВОЖИНИНГ ЗАМОНАВИЙ  
ШАРОИТИДА ФОНД БОЗОРИНИ ТАРТИБГА СОЛИШНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ  
АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ***

Мақолада миллий қимматбаҳо қоғозлар бозорининг асосий муаммолари кўриб чиқилган. Вексель, ғазначилик мажбуриятлари, давлатнинг қисқа муддатли облигациялари, Марказий банк облигациялари каби қимматбаҳо қоғозлар иқтисодий ривожланишнинг маълум босқичларида бозорда амалиётда синаб кўрилди, сўнгра турли сабабларга кўра ўз аҳамиятини йўқотди. Шунингдек, миллий фонд бозорининг етарли даражада ривожланмаганлиги сабаблари очиб берилган. Кўрсатилган муаммоларни ечиш йўллари таклиф қилинган.

Таянч иборалар: қимматбаҳо қоғозлар бозори, олтин акция, рақобатбардошлик, концепция, молиявий саводхонлик, фонд биржаси, қимматбаҳо қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари.

***БУТИКОВ И.Л. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ  
ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ  
СОВРЕМЕННОГО ЭТАПА РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ УЗБЕКИСТАНА***

В статье рассмотрены основные проблемы отечественного рынка ценных бумаг. Подчеркивается, что такие виды ценных бумаг, как векселя, казначейские обязательства, государственные краткосрочные облигации, облигации Центрального банка на определенных этапах развития экономики, были апробированы рынком, но потом, по различным причинам, утратили свою значимость. Раскрываются причины недостаточного развития отечественного фондового рынка. Предлагаются пути решения обозначенных проблем.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, золотая акция, конкурентоспособность, концепция, финансовая грамотность, фондовая биржа, профессиональные участники рынка ценных бумаг.

**BUTIKOV I.L. THE MAIN DIRECTIONS OF THE STOCK MARKET'S STATE REGULATION IMPROVEMENT ON THE PRESENT STAGE OF UZBEKISTAN'S ECONOMIC DEVELOPMENT**

There is considered in the article the main problems of the country's precious papers market. It is noted that such kinds of precious papers like circulating notes, treasury bills, public short term obligations, the Central Bank's obligations on of the economy development's some periods were approved by the market, but then, because of different reasons, were lost these significance. There are disclosed reasons of the country's stock market undeveloped status. It is suggested ways of the problems solvency.

Keywords: stock market, golden share, competitiveness, concept, financial literacy, the stock, professional participants of the precious paper markets.

**Отечественный фондовый рынок в настоящее время переживает не самые лучшие времена. Из шести видов ценных бумаг, которые разрешены к выпуску Законом Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг», сегодня активно работают на бизнес только два вида: акции и депозитные сертификаты банков.**

При этом, следует отметить, что такие виды ценных бумаг, как векселя, казначейские обязательства (ГСКО), государственные краткосрочные облигации (ГКО), облигации Центрального банка на определенных этапах развития экономики, были апробированы рынком, но потом, по различным причинам, утратили свою значимость. Например, в середине 1990-х годов в общем объеме оборота ценных бумаг свыше 95 % всего оборота занимали ГКО. В период с 2002 по 2008 гг. удельные веса таких видов ценных бумаг, как ГКО, ГСКО, облигаций Центрального банка в общем объеме рынка составляли от 1 до 21% каждого в отдельности<sup>1</sup>. Ежегодный оборот векселей в 1995-1996 гг. составлял порядка 30 млрд сумм, тогда, как оборот акций не превышал и 2-х млрд сум<sup>2</sup>.

Почему же большинство видов ценных бумаг «не работают», почему удельный вес рынка ценных бумаг в целом к объему ВВП

занимает всего несколько процентов, и что необходимо предпринять для того, чтобы оживить отечественный рынок ценных бумаг, который может сделать много «добрых дел» для национальной экономики?

Меры, которые принимались в последние годы по активизации фондового рынка, носили, в основном, «косметический» характер. Между тем, как показывают исследования, для оживления национального фондового рынка нужны решения кардинального характера.

Развитие того или иного процесса, в частности, экономического, требует подготовки концептуальных основ его организации. В ряде стран ближнего зарубежья, приняты специальные концепции развития национальных рынков ценных бумаг, в которых имеет место, констатация современного состояния фондового рынка, отмечаются проблемы формирования рынка ценных бумаг, определена роль государства в этой сфере экономических отношений. Значительное место в подобных концепциях принадлежит вопросам государственной политики на рынке ценных бумаг, стратегии государства на рынке ценных бумаг, развитию нор-

<sup>1</sup> Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. – Т.: «KONSAUDITINFORM-NASHR», 2008. –С. 77.

<sup>2</sup> Обзор финансового рынка Узбекистана. Ежеквартальный информационный бюллетень Центра экономических исследований Центрального банка Республики Узбекистан и неправительственного Агентства «Консаудитинформ» (за 1996-1998 гг.)

мативной правовой базы рынка ценных бумаг, формированию национальной модели фондового рынка, его структуры и т.д.

Например, в Российской Федерации Концепция развития рынка ценных бумаг была разработана в середине 1990-х годов и утверждена Указом Президента РФ еще в 1996 году. Узбекистану также необходима стройная концепция развития национального рынка ценных бумаг, являющаяся ориентиром на долгосрочную перспективу для эмитентов, инвесторов, профессиональных участников, также для органов государственного регулирования. Концепцию развития фондового рынка Узбекистана целесообразно принять на уровне Постановления Президента.

Следует отметить, что в марте 2017 года Госкомконкуренции Республики Узбекистан принял концепцию развития вторичного фондового рынка на период 2017-2018 годы, однако, во-первых, эта концепция распространяется только на вторичный рынок корпоративных ценных бумаг и распространяется исключительно на выпуски ценных бумаг, входящих в зону ответственности Госкомконкуренции.

Естественно, рынки государственных облигаций, казначейских обязательств, облигаций Центрального банка, депозитных сертификатов, векселей, остались неохваченными положениями указанной концепции. Во-вторых, этот документ рассчитан на период между среднесрочным и краткосрочным (всего 2 года), тогда, как документы подобного рода разрабатываются и принимаются на относительно долгосрочную перспективу.

В настоящее время Министерством финансов республики, в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 7.02.2017 г. № УП-4947 «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» разрабатывается проект Концепции развития финансового рынка, в которой должны найти свое отражения и кон-

цептуальные положения рынка ценных бумаг. Однако, следует иметь в виду, что в Узбекистане отсутствует мегарегулятор финансового рынка. А рынок ценных бумаг является самостоятельной отраслью и регулируется специально уполномоченным государственным органом, директивы которого обязательны для исполнения всеми участниками рынка ценных бумаг на территории республики. Министерствами и ведомствами, включая Министерство финансов, целесообразно было бы принять Концепцию государственного регулирования рынка ценных бумаг – документ, в котором подробно, были бы, определены цели и основные направления и принципы государственной политики на рынке ценных бумаг. Также следует отразить макроэкономические задачи, применительно к рынку ценных бумаг, ответственность государственных органов за состояние различных сегментов рынка ценных бумаг, основные принципы и направления развития нормативно-правовой базы рынка ценных бумаг и т.д.

Принятие такого документа, посвященного развитию исключительно фондового рынка, весьма актуально, поскольку инвестиционный потенциал фондового рынка, имеющий огромное значение для развития экономики, пока, практически, не используется.

На зарубежных финансовых рынках существует конкуренция между рынком ценных бумаг и рынком банковского кредита, которая является *движущей силой* развития финансовых рынков. Внутренняя конкуренция на финансовых рынках заставляет банки снижать процентные ставки по кредитам, устанавливать более гибкие условия выдачи кредита, а эмитентов ценных бумаг – осуществлять их эмиссию так, чтобы инвесторы чувствовали преимущества вложений в ценные бумаги, нежели в банки.

В Узбекистане такая конкуренция практически отсутствует. Достаточно сказать, что, сегодня, привлекать средства для технического и технологического перевооружения

за счет выпуска акций в республике имеют право только акционерные общества. А их реально в республике по состоянию на 1 июля 2017 года насчитывалось 625 ед<sup>1</sup>. В то же время, более 96 тыс. обществ с ограниченной ответственностью и 75 тыс. частных предприятий, среди которых немало крупных и в финансовом отношении устойчивых предприятий, имеющих позитивную кредитную историю, развивать свою деятельность за счет выпуска ценных бумаг возможности не имеют<sup>2</sup>. Доминирующее, монопольное положение на финансовых рынках занимают банки (определение причин этого является предметом специального исследования). В этой связи настало время разработать специальную программу повышения *конкурентоспособности* рынка ценных бумаг Узбекистана, направленную на создание такого механизма его функционирования, который бы позволил привлекать средства для финансирования предприятий не только за счет банковского кредита, но и за счет выпуска ценных бумаг. Подготовка такой программы является весьма актуальной в связи с принятием в начале 2012 г. Закона Республики Узбекистан «О конкуренции», **действие которого** теперь **распространяется** не только на товарные, но и **на финансовые рынки**. Госкомконкуренции, будучи анти-монопольным органом, не только в праве, но и обязан добиваться демополизации кредитного рынка, поскольку монополия ведет к застою.

Фактором, который существенно сдерживает развитие вторичного рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг и рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг в целом является обездвиженность акций. Это связано с наличием значительного удельного веса государственной доли в

уставных фондах акционерных обществ республики, а также дефицитом предложения на вторичном рынке акций крупных, финансово устойчивых компаний – так называемых местных «голубых фишек», отличающихся относительно более высокой ликвидностью и инвестиционной привлекательностью. При этом акции большинства потенциальных «голубых фишек» республики («Узбектелеком», «Узметкомбинат», «Алмалыкский ГМК», «Узбекистон темир йуллари» и др.) находятся в собственности государства, недоступны широким слоям инвесторов и не являются ресурсом для вторичного рынка.

Для оживления вторичного рынка корпоративных эмиссионных ценных бумаг необходимо кардинально сокращать долю государства в уставных фондах акционерных обществ, долю госактивов, переданных государством в управление интегрированным корпоративным структурам, внедрить принципиально новую эффективную действующую систему раскрытия информации эмитентами.

По стратегически важным и известным приватизированным предприятиям, акции которых могут претендовать на неплохую ликвидность, но не выставляются на рынке, целесообразно определить небольшие по отношению к общему количеству пакеты акций (до 15 % от суммы эмиссии) для свободного обращения их на биржевом и внебиржевом рынке ценных бумаг. Выделение такого пакета для свободной реализации на рынке совершенно не повлияло бы на продажу предприятия стратегическому инвестору, поскольку последнему, чтобы осуществлять полный контроль над предприятием, в большинстве случаев достаточно владеть пакетом в 50% +1 акция (голосующих ценных бумаг). При этом целесообразно было бы рассмотреть вопрос об увеличении количества акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности, чьи активы (акции) могли бы быть предложены

<sup>1</sup> Данные Государственного центрального депозитария ценных бумаг (отчет ЦД за 1 полугодие 2017 г.).

<sup>2</sup> Данные Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике (по специальному запросу Центра исследований Госкомконкуренции).

широким слоям инвесторов и прежде всего населения.

К повышению удельного веса вторичного рынка в общем обороте рынка акций может привести введение при приватизации «золотой акции» в акционерных обществах, имеющих приоритетное значение для экономики страны вместо сохранения государственной доли в уставных фондах. В настоящее время, государство для сохранения за собой права вето на некоторые решения органов управления акционерными обществами стратегического значения сохраняет за собой пакет, составляющий более 50% акций таких обществ, который обездвижен. Реализация акций, являющихся собственностью государства, в частную собственность с сохранением за государством «золотой акции» на крупных предприятиях стратегического значения, позволило бы, сохранить государственный контроль за деятельностью таких предприятий. И, в тоже время, пополнить доходную часть государственного бюджета страны значительными средствами, и самое главное, вывести из состояния обездвиженности крупнейшие пакеты (госактивы) акций, являющиеся в настоящее время главным фактором, сдерживающим развитие вторичного рынка акций.

Несмотря на то, что в 2007 году механизм использования золотой акции был принят на уровне Указа Президента страны, на практике его использование до настоящего времени, за исключением единичных случаев, не осуществлялось. В то же время, золотая акция широко применялась в европейских странах, странах СНГ, как инструмент эффективного контроля за деятельностью стратегических предприятий со стороны государства при его минимальном вмешательстве в их деятельность.

В этой связи, необходимо запустить механизм активизации использования специального права на участие в управлении акционерными обществами («золотой акции»), представив на рассмотрение правительства

специальные программы с перечнем стратегических предприятий, в отношении которых необходимо принять решение о введении золотой акции и соответствующими обоснованиями по каждому такому предприятию.

В настоящее время наблюдается серьезная гипертрофированность фондового рынка в региональном масштабе, выражающаяся в том, что подавляющая доля сделок с акциями приходится на г. Ташкент. Развитие региональных (локальных) рынков страны имеет вялотекущий характер, в областях отсутствует необходимая специальная инфраструктура рынка (профессиональные участники рынка ценных бумаг). В некоторых, даже крупных областях отсутствуют профессиональные участники рынка ценных бумаг осуществляющие на нем важнейшие виды профессиональной деятельности (инвестиционный посредник, инвестиционный консультант, доверительный управляющий инвестиционными активами).

Для придания развитию региональных рынков ценных бумаг большей значимости и обеспечения последовательного их формирования целесообразно ввести в практику разработку и принятие каждой областью региональных Программ развития рынка ценных бумаг, утверждаемых Хокимами областей. В них должны предусматриваться прогнозы выпуска ценных бумаг в обращение, разработка конкретных мероприятий по повышению уровня финансовой грамотности населения, раскрытию информации об эмитентах, создание в регионе инвестиционных институтов, усиление работы по информированию населения о наиболее выгодных, ликвидных инструментах накопления сбережений, путем освещения актуальных вопросов РЦБ в местных СМИ, подготовки специалистов и т.п.

Следующей проблемой государственного регулирования рынка ценных бумаг является отсутствие эффективной системы раскрытия информации о рынке ценных бумаг и осо-

бенно об эмитентах. Для обеспечения эффективного раскрытия информации, необходимо кардинально изменить подходы к организации информирования инвесторов, создав систему, действующую по принципу: «не инвестор ищет информацию, а информация находит инвестора». В целях упрощения восприятия информации инвесторами на веб-сайте РФБ «Тошкент» информацию по котировкам акций предоставлять в кратком формате, соответствующем общепринятой международной практике, по аналогии с публикациями котировок в газете «Wall Street Journal».

В целях приведения веб-сайтов АО в соответствие с требованиями Положения о требованиях к корпоративным веб-сайтам акционерных обществ, уполномоченному государственному органу по регулированию рынка ценных бумаг совместно со специально уполномоченным органом в области информационных технологий и коммуникаций, следует разработать и утвердить план мероприятий, предусматривающий разработку шаблона сайта, с указанием минимальных требований законодательства к нему; мониторинг за выполнением требований законодательства; совместное ежеквартальное инспектирование сайтов АО и др.

Необходимо инициировать создание и активизацию деятельности агентств по распространению информации (включая рейтинги, индексы и т.д.), которые всю информацию по котировкам должны дополнять данными фундаментального и технического анализа, комментариями и прогнозами специалистов, экспертов и консультантов, полученными от эмитентов.

Важная роль в активизации инфраструктуры рынка ценных бумаг должна быть отведена экономическим рычагам его стимулирования. В настоящее время рынок ценных бумаг является той сферой, развитие которой осуществляется относительно медленно. Это обусловлено рядом факторов, и, в частности,

непривлекательностью работы на нем предпринимателей в связи с отсутствием экономической выгоды. Для того, чтобы заинтересовать предпринимателей в работе на фондовом рынке, целесообразно создать экономический интерес для участников рынка. В частности, целесообразно освободить от налогов сроком на пять лет доходы, получаемые в виде дивидендов по акциям и процентов по корпоративным облигациям, доходы, получаемые от обращения ценных бумаг (разницу между ценой продажи и ценой покупки). Учитывая, что профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг относится к сервисному обслуживанию, доходы от профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг следует освободить от налогов сроком на пять лет.

Например, организации, имеющие доходы от аудиторской деятельности были освобождены от налогообложения с 2006 г. до 2017 г., риэлторские организации также не уплачивали единый налоговый платеж с 2011 г. до 2017 г.

Хотя норма прибыли в аудиторских и риэлторских организациях значительно выше аналогичного показателя у организаций, являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Целесообразно также освободить от налогов доходы, получаемые фондовой биржей, с целевым направлением «сэкономленных» средств на ее техническое и технологическое перевооружение.

Существенным фактором, сдерживающим развитие фондового рынка является «зарегулированность» деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Взятый руководством страны курс на «либерализацию» экономики, очевидно, должен в определенной степени устранить «зарегулированность» деятельности профессиональных участников. Это касается установленных экономических нормативов для профессиональных участников рынка ценных бумаг, и

обязанности последних держать в штате «освобожденных» контролеров, и требований по учету профессиональным участником рынка ценных бумаг совершаемых им операций и сделок на рынке ценных бумаг, хранении документов по их учету. У значительного количества профессиональных участников рынка ценных бумаг в нашей стране пока еще размеры собственных средств невелики по объективным причинам. Нельзя привести ни одного прецедента, когда бы права инвесторов были бы ущемлены по причине назначения судом последнему компенсационной выплаты возмещения со стороны профессионального участника рынка ценных бумаг, и которую бы последний не осуществил по причине отсутствия средств. Поэтому требования для профессиональных участников рынка ценных бумаг по обеспечению достаточности собственного капитала сегодня на практике не решают вопросы реальной защищенности инвесторов, а только приводят к существенному сокращению количества профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Принятое ЦКР РЦБ «Положение о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг» (рег. №1899 от 6 февраля 2009 года) предусматривает обязательное введение в штат каждого профессионального участника рынка ценных бумаг внутреннего контролера, который должен иметь квалификационный аттестат специалиста рынка ценных бумаг ЦКК ФРЦБ. Положение де факто обязывает профессионального участника рынка ценных бумаг ввести в штатное расписание дополнительную, хорошо оплачиваемую единицу. В современных условиях это не вполне рационально и противоречит принципу обеспечения максимального режима экономии.

Нормы Положения «О внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг» негативно влияют на экономическое положение профессиональных

участников рынка ценных бумаг и рынка ценных бумаг в целом. Для того, чтобы выправить ситуацию, целесообразно ввести в законодательство норму, разрешающую контролеру профессионального участника рынка ценных бумаг исполнять должностные обязанности, не связанные с исполнением функций внутреннего контроля, а также отменить норму, связанную с обязательным наличием у него высшего образования. Было бы важным разрешить профессиональным участникам рынка ценных бумаг самостоятельно принимать решение о возможности выполнения функций контролера руководителем организации.

Необходимо также либерализовать требования к профессиональным участникам фондового рынка по ведению номенклатуры дел, которые не предусмотрены, например, ни для аудиторских, ни для оценочных, ни для риэлторских организаций.

Развитию фондового рынка будет также способствовать повышение уровня финансовой грамотности населения и профессиональных участников рынка ценных бумаг. Финансовый сектор Узбекистана – один из самых динамично развивающихся в экономике страны. Однако, развитие денежного, кредитного рынков, рынка ценных бумаг, совершение значительного количества операций на этих рынках, рост финансовых услуг и, в частности, потребительского кредитования на фоне финансовой непросвещенности и непонимания гражданами своих прав и обязанностей вызывает обеспокоенность и государства, и самого финансового сектора. До сих пор, большая часть населения относится с недоверием и скептицизмом к финансовому сектору и, особенно, к рынку ценных бумаг. Недостаточный уровень финансовой грамотности населения в Узбекистане выражается в неумении граждан строить долгосрочные финансовые планы, делать эффективные сбережения, осуществлять выбор финансовых инструментов, повы-

шать качество своей жизни, правильно оценивать риски, принимать ответственность за свое финансовое благосостояние и будущее. Отсутствие финансовой грамотности населения является сдерживающим фактором для развития финансового рынка и экономики в целом.

Для повышения уровня финансовой грамотности населения целесообразно разработать специальную программу, целью которой должно стать повышение уровня знаний населения Республики Узбекистан о финансовой системе страны, функционирующих финансовых инструментах, навыков использования современных платежных продуктов и улучшения благосостояния граждан Республики Узбекистан.

Значимость программы определяется тем, что она должна способствовать, как развитию личной финансовой культуры гражданина Республики Узбекистан, так и улучшению экономической ситуации в стране в целом. Недостаточно развитый уровень финансовой грамотности граждан Узбекистана является одним из препятствий развития отечественного фондового рынка.

На фоне постоянно усложняющегося механизма функционирования рынка ценных бумаг контрпродуктивными представляются предложения отдельных экономистов по отмене прохождения лицами, желающими профессионально работать на рынке ценных бумаг, обязательного кратковременного обучения в образовательных учреждениях, а также повышение их квалификации. Это не вписывается в рамки лучших отечественных и зарубежных традиций и опыта и влечет за собой большие риски нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг, фондовыми биржами, Центральным депозитарием законодательства о рынке ценных бумаг, которое регулируется сегодня более, чем 245 нормативными актами пря-

мого действия<sup>1</sup>, противоречит Закону Республики Узбекистан «Об образовании», а также Национальной программе подготовки кадров.

По сути, такие предложения сводятся к упразднению базового образования для специалистов фондового рынка. Следует отметить, что условие обязательного прохождения обучения в образовательных учреждениях по специальным программам, согласованным с лицензирующим органом существует и для аудиторов, и для оценщиков и для риэлторов и для судебных управляющих и др.

Для того, чтобы операции на рынке ценных бумаг проводились оперативно и были достаточно комфортными, прежде всего для покупателя и для продавца, целесообразно упразднить нормы законодательства, в соответствии с которыми сделки на вторичном рынке должны регистрироваться только организаторами торгов. В других странах такие нормы не практикуются. В настоящее время, именно в связи с наличием указанной нормы в законодательстве Узбекистана, после заключения сделки по результатам конкурсных торгов, а также в результате проведенных прямых переговоров, даже при наличии соответствующих протоколов, определяющих продавца и покупателя ценных бумаг, их количество и цену (то есть, существенные условия сделки) участники сделки вынуждены совершать дополнительное действие – регистрировать уже «де-факто» состоявшуюся сделку на фондовой бирже. Это приводит к дополнительным временным, трудовым и материальным транзакционным издержкам, в виде комиссионных брокерам и бирже, необоснованно увеличивает цену

<sup>1</sup> Всего в период с 1992 по 2016 гг. в Узбекистане было принято 366 нормативных актов, из которых к 20 сентября 2016 г. 121 (33,1 %) утратили силу (см. Отчет о выполнении государственного заказа на осуществление прикладных исследований в рамках ППИ-2 на тему «Совершенствование систем государственного регулирования рынков ценных бумаг и недвижимости в Узбекистане. Приложение В. Ташкент, 2016 г. Научный руководитель д.э.н. Бутиков И.Л.).

сделки для покупателя и для продавца, значительно усложняет процедуру операции купли-продажи ценных бумаг и существенно повышает её трудоемкость.

Для повышения инвестиционного потенциала фондового рынка необходимо расширить «ассортимент» выпускаемых эмитентами финансовых инструментов, иными словами, увеличить количество, разновидностей доступных для инвестора, ценных бумаг. На сегодняшний день, к сожалению, в нашей стране можно говорить лишь об одном активно обращающемся на фондовом рынке виде инвестиционных ценных бумаг - акциях. Между тем, в большинстве зарубежных развитых и развивающихся стран достаточно развиты рынки облигаций предприятий. В Узбекистане такой рынок начал функционировать с 1999 года и к 2004 году достиг своего пика, но впоследствии, с связи ошибками, допущенными при подготовке нормативных актов, регулятивными органами, был сведен на «нет». Для ликвидации однобокой структуры рынка ценных бумаг (подавляющий удельный вес в общем обороте рынка занимают акции), повышения конкурентоспособности фондового рынка на рынке финансовых услуг, предлагается ряд мер, направленных на создание рынка облигаций предприятий. Для этого необходимо пересмотреть подходы в части условий выпуска облигаций предприятиями республики, предусмотрев в них следующие моменты.

1. В качестве одного из основных видов ценных бумаг считать *облигации предприятий*, а одной из разновидностей облигаций предприятий – корпоративные облигации. При этом, разрешить выпускать облигации предприятий государственным предприятиям, акционерным обществам, обществам с ограниченной ответственностью, частным предприятиям.

2. Разрешить предприятиям всех организационно-правовых форм осуществлять выпуски различных видов облигаций, таких

как *инфраструктурные облигации, биржевые облигации, инвестиционные облигации и т.п.* в целях привлечения средств, для модернизации производственных мощностей.

3. Недопустимость осуществления последующих выпусков облигаций предприятий при наличии хотя бы одного действующего выпуска какого-либо вида облигаций (сегодня это не запрещено законодательством).

4. Сократить количество лиц, осуществляющих обязательные услуги эмитенту облигаций, ограничившись только услугами аудиторской организации. Привлечение рейтинговых компаний, банков, андеррайтеров, консультантов допускать исключительно на добровольной основе.

5. Размер возможного выпуска облигаций предприятий ограничить половиной размера собственного капитала на дату принятия решения об их выпуске, подтвержденного заключением аудиторской организации.

6. На законодательном уровне определить виды облигаций предприятий, которые могут выпускаться в обращение, четко охарактеризовав признаки (дефиниции), условия и механизмы выпуска, обращения и погашения, отличительные особенности каждого вида.

7. Инициировать выпуски биржевых облигаций предприятиями, чьи акции успешно прошли процедуру листинга, включены в биржевой котировальный лист Республиканской фондовой биржи с существенной либерализацией условий их регистрации в уполномоченном государственном органе по регулированию рынка ценных бумаг.

Принятие выше сформулированных предложений создаст условия для развития рынка ценных бумаг, повысит его инвестиционный потенциал, будет способствовать привлечению финансовых ресурсов для технического, технологического перевооружения, модернизации мощностей предприятий.

**Список литературы:**

1. Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг».
2. Указ Президента Республики Узбекистан от 7.02.2017 г. № УП-4947 «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан».
3. Отчет о выполнении государственного заказа на осуществление прикладных исследований в рамках ППИ-2 на тему «Совершенствование систем государственного регулирования рынков ценных бумаг и недвижимости в Узбекистане. Ташкент, 2016 г. (Научный руководитель д.э.н. Бутиков И.Л.).
4. Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. – М.: «Экономика», 1998.
5. Комментарий к Закону Республики Узбекистан «О конкуренции». / Авторский коллектив: А.А.Абдухакимов, У.Т.Туридиев, А.С. Усманов, Ф.К.Карабаев и др. – Т.: «Baktra press», 2014.