

ПРИВАТИЗАЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ИМУЩЕСТВА: ОПЫТ РУМЫНИИ И ВОЗМОЖНОСТИ ЕГО ПРИМЕНЕНИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ

Чинкулов Кахрамон Равшанович

Ташкентский государственный экономический университет, доцент, PhD. G-mail:
kakhramonchinkulov@gmail.com. ORCID: 0000-0002-0340-6255

ABSTRACT

В статье анализируется опыт применения эффективной модели приватизации государственного имущества в Румынии — инвестиционного фонда «Fondul Proprietatea». Рассматриваются подходы к трансформации предприятий, их открытию для международных инвесторов через фонд, а также привлечение капитала посредством механизмов IPO и SPO. Кроме того, проводится сопоставление с деятельностью «Национального инвестиционного фонда», созданного в Узбекистане и приводятся научно-практические рекомендации по углублению процесса приватизации.

ARTICLE INFO

Received: 14th May 2025

Accepted: 11th June 2025

KEYWORDS:

приватизация, рыночная экономика, корпоративное управление, IPO, государственные предприятия, Fondul Proprietatea, Franklin Templeton, контрольный пакет, портфельные компании, рынок капитала, корпоративная прозрачность, KPI, диверсификация, SPO, привлечение инвесторов.

Введение

В процессе перехода к рыночной экономике приватизация государственной собственности выступает как одно из важнейших и необходимых реформ. Приватизация охватывает не только изменение формы собственности, но и множество стратегических задач, таких как усиление конкуренции в экономике, внедрение эффективной системы управления на предприятиях, привлечение международных инвестиций и обеспечение стабильности государственного бюджета.

Мировая практика, особенно опыт приватизации, реализованной за последние десятилетия в странах Восточной Европы и Центральной Азии, оценивается как один из ключевых факторов экономического развития. В этом контексте политика приватизации, осуществлённая в Румынии через фонд «Fondul Proprietatea», выделяется как значимый опыт по трансформации активов государственных предприятий, их интеграции в международную инвестиционную среду и укреплению принципов корпоративного управления.

В данной статье на основе опыта Румынии проанализированы финансово-экономические эффекты приватизации, подходы к реформированию предприятий с государственным участием, международные механизмы управления и возможности их применения в условиях Узбекистана. На этой основе разработаны научно обоснованные рекомендации по углублению проводимых в

республике экономических реформ и повышению доли частного сектора с использованием современных эффективных механизмов.

Методология исследования

В данной научной статье проанализированы современные методы приватизации государственной собственности, в частности институциональный подход, реализованный на основе модели «Fondul Proprietatea», применённой в румынском опыте. В исследовании использованы такие методологические подходы, как аналитико-методический анализ, сравнительный (компаративный) анализ, синтез опыта и практики, эмпирически обоснованный подход, а также принципы научной последовательности и системности.

Обзор литературы

В области приватизации государственной собственности было и продолжает проводиться множество исследований как зарубежными, так и отечественными учёными. Согласно мнению зарубежного исследователя Клауса Э. Мейера, изучавшего приватизацию и корпоративное управление в Восточной Европе: «Основная цель приватизации — формирование рыночной экономики и повышение эффективности. Однако изменение формы собственности напрямую влияет на системы управления» [1].

По мнению зарубежного исследователя Андерса Аслунда, изучавшего трансформационные процессы в Центральной и Восточной Европе, России, на Кавказе и в Центральной Азии: «Приватизация была не просто экономическим процессом, а фундаментальным преобразованием, охватывающим политику, законодательство, этику и все сферы экономики. Это стало основной разграничительной линией при переходе от социалистического общества к капиталистическому» [2].

Результаты исследований экономистов И. Марселина и И. Мазура, проводивших научные изыскания в области финансового развития, приватизации, корпоративного управления и экономического роста, показывают, что приватизация повышает эффективность и прибыльность компаний, что, в свою очередь, оказывает положительное влияние на экономический рост [3].

По мнению российских учёных А.Д. Радигина и других авторов, приватизация крупных компаний, полностью (на 100%) принадлежащих государству, на практике осуществляется через первичное публичное размещение акций (ИПО) [4].

В теоретических и эмпирических исследованиях таких учёных, как Савас, Эллиот и Склар, посвящённых приватизации, отмечается, что «частные предприятия являются более эффективными по сравнению с государственными, так как они более экономны в хозяйствовании, обладают высокой производительностью труда и сталкиваются с меньшими законодательными ограничениями» [5].

Согласно мнению отечественного учёного и практика А. Каххарова, проводившего исследования в области оценки и приватизации государственной собственности: «Следует отметить, что соотношение долей частной и государственной собственности в экономике, преимущества и спорные аспекты приватизации были предметом многочисленных исследований. Проведённые анализы доказывают, что эффективность деятельности предприятий в форме частной собственности выше, чем у предприятий с государственным участием» [6].

Как справедливо отметили Э. Розенбаум, Ф. Бёнкер и Х. Вагнер, приватизацию не следует рассматривать как самоцель в экономическом смысле. Также неверно воспринимать достижение политического консенсуса по приватизации как своего рода «фетишизм». Главная цель экономической трансформации — повышение экономического благосостояния за счёт сильной конкуренции и эффективного распределения труда. По мнению этих авторов, вопрос создания рынка является наиболее важным, а роль приватизации следует оценивать с точки зрения её вклада в формирование рыночных институтов [7].

Согласно мнению одного из отечественных исследователей в области торговли ценными бумагами — Ф. Мухамедова: «Рынок ценных бумаг на протяжении ряда лет находился в застое, и если правительство действительно намерено развивать этот рынок, оно должно принять решительные

меры, провести кардинальные реформы и широко приватизировать акционерные общества с государственной долей» [8].

По мнению профессора Техасского университета Б. Кобилова: «Если процесс приватизации государственных предприятий будет эффективно продолжен, в рынок начнёт поступать частный капитал, и его ликвидность возрастет» [9].

По мнению автора, «государство — самый плохой управляющий». Поэтому ускорение процессов приватизации и резкое сокращение доли государства будет способствовать дальнейшему совершенствованию рыночных отношений.

Анализ и результаты

Приватизация является одним из важнейших элементов преобразования экономики и достижения более высоких показателей развития. Она должна способствовать увеличению доходов бюджета, улучшению условий жизни населения, обеспечению перспектив развития компаний за счёт привлечения ноу-хау и частного капитала, а в целом — повышению эффективности использования всех видов ресурсов.

В то же время следует отметить, что принимаемые правительством меры пока не дали значительных результатов. Говорить о высоких достижениях в этой области пока преждевременно. Между тем, экономическое благосостояние страны во многом зависит от успешного проведения приватизации.

Международная практика предоставляет успешные примеры в сфере приватизации. В частности, мы хотим обратить внимание на опыт Румынии, где для развития приватизационного процесса были созданы условия, во многом схожие с ситуацией в Узбекистане.

Начиная с начала 2000-х годов, Румыния достигла резкого роста валового внутреннего продукта — с 37 миллиардов долларов США в 2000 году до 98 миллиардов долларов США в 2005 году, что составило рост с примерно 1700 до более 4500 долларов США на душу населения. Основным фактором стало увеличение объёмов экспорта в европейские страны [10].

Была внедрена система инфляционного таргетирования, началась приватизация банковского сектора, проведена налоговая реформа, активно обсуждались реформы пенсионной и системы здравоохранения. В то же время в стране сохранялась высокая доля государственной собственности, предприятия были неэффективны, существовали серьёзные проблемы, связанные с коррупцией, а местный рынок капитала оставался слабо развитым [11].

В 2005 году по инициативе правительства был создан специальный инвестиционный фонд «Fondul Proprietatea», в который были переданы государственные доли в 80 компаниях. Среди них — стратегически важные объекты, такие как производство и распределение электроэнергии и газа (включая атомные электростанции), морские порты на Чёрном море, аэропорты и другие предприятия.

Следует отметить, что в большинстве случаев передавались не контрольные пакеты акций, подлежащие приватизации, а миноритарные доли (10–20%). В результате контроль над предприятиями (51% и более) оставался за государством.

На утверждение, оценку и другие законодательные процедуры потребовались несколько лет, и только в 2008 году начался процесс отбора международного управляющего для данного фонда. В 2009 году победителем тендера, в котором участвовали более 30 инвестиционных компаний, стала компания Franklin Templeton. Эта компания управляет активами на сумму 1,4 триллиона долларов США и входит в число 20 лучших управляющих компаний мира с историей более 70 лет.

Привлечение крупного международного игрока с хорошей репутацией, обладающего опытом эффективного управления средствами и компаниями, а также широкой клиентской базой, сразу же способствовало включению страны в список интересов международных инвесторов. Кроме того, компания открыла в Бухаресте крупнейший за пределами США офис, где были привлечены десятки местных и иностранных специалистов, что обеспечило передачу знаний, опыта и ноу-хау на местный рынок.

«Franklin Templeton» инициировала практику регулярного проведения конференций и встреч с аналитиками на местном и международном уровнях, на которые приглашались руководство компаний и представители правительства для открытого диалога с инвесторами.

Уже в 2011 году приватизационный фонд «Fondul Proprietatea» был зарегистрирован на местной фондовой бирже, что позволило акционерам свободно продавать акции на бирже, а новым инвесторам — приобрести их. Это дало возможность всему населению страны, ранее не доверявшему самостоятельным инвестициям в акции отдельных государственных компаний, участвовать в капитале крупнейших национальных предприятий.

Кроме того, многие компании казались слишком маленькими или слишком рискованными для иностранных институциональных портфельных инвесторов. Для таких инвесторов появилась возможность инвестировать в акции фонда, обладающего достаточным масштабом, качественным управлением, прозрачностью и ликвидностью на бирже.

В 2015 году на Лондонской фондовой бирже был осуществлён листинг глобальных депозитарных расписок (GDR) фонда, что стало одним из крупнейших случаев привлечения прямых инвестиций в капитал румынских компаний. Привлечённые фондом средства были направлены на финансирование инвестиционных проектов портфельных компаний. При этом учитывались внутренние конкурсные процедуры и эффективность проектов с внедрением чётких KPI и управленческих регламентов.

Наиболее важным компонентом успеха компании является качественная работа управляющего, срок контракта с которым неоднократно продлевался. Именно международный и независимый статус управляющего позволил ему управлять акциями, не находящимися под контролем в совете наблюдателей компании, а также занимать часть мест в этом совете. Это, в свою очередь, обеспечило значительные успехи, позволило противодействовать коррупционному влиянию и защищать интересы государства и населения как акционеров.

В частности, действия управляющих способствовали разоблачению и прекращению коррупционных схем в сфере распределения электроэнергии и газа, увеличению прибыли портфельных компаний в 10–15 раз за 6–7 лет, а также почти двукратному росту дивидендных доходов и другим достижениям.

Достижение таких результатов было обеспечено за счёт следующих мер:

- внедрение высоких стандартов корпоративного управления;
- привлечение независимых членов наблюдательных советов и внешних консультантов, уделяющих особое внимание развитию компаний;
- ограничение необоснованного вмешательства государственных органов;
- реализация мотивационных программ управления, основанных на динамике цен на акции и прибыльности компании (руководство осознаёт, что получение официальных бонусов за результативную работу выгоднее, чем попытки получения коррупционного дохода);
- диверсификация источников финансирования портфельных компаний.

Более эффективно управляемые компании фонда получают возможность самостоятельно выходить на рынок капитала для привлечения как долгового, так и долевого финансирования за счёт размещения облигаций и акций на местных и зарубежных биржах.

В такой схеме выгода государства основывается на следующих факторах:

- государство сохраняет контроль над предприятиями и даже в стратегических отраслях не рискует его утратой (51% — напрямую, остальная часть — через долю в фонде);
- рост цены акций портфельных компаний позволяет регулярно увеличивать стоимость оставшихся у государства пакетов для последующей приватизации. То есть государство, используя услуги международной управляющей компании, повышает стоимость своего акционерного пакета и, в конечном итоге, получает максимальную выгоду для государственного бюджета;
- государственные служащие освобождаются от необходимости выполнять функции развития предприятий, так как все эти задачи берет на себя международный управляющий фонд. Государству остаётся лишь контроль за соблюдением управляющей компанией своих контрактных обязательств,

КРІ и требований национального законодательства. Кроме того, участие управляющей компании защищает государственные предприятия от необоснованного вмешательства чиновников, а также от коррупции и конфликта интересов. Сама управляющая компания осуществляет строгий контроль за действиями своих сотрудников и консультантов, поскольку обязана соблюдать не только местное законодательство, но и международные договоры, а также дорожит своей репутацией;

- после достижения определённого уровня качества и эффективности управления портфельными компаниями в соответствии с КРІ, фонд и государство могут частично продать существующие акции частным инвесторам в процессе вторичного размещения (SPO) на местных или международных биржах. Полученные средства направляются в бюджет;

- обновлённые и эффективные компании формируют дивидендную политику, которая приносит бюджету значительно больше доходов, что даёт возможность направить средства на финансирование объектов социальной сферы;

Благодаря листингу фонда «Fondul Proprietatea» и его портфельных компаний, Бухарестская фондовая биржа за последние годы стала одной из самых быстро развивающихся бирж в регионе Восточной Европы. Развитие приватизационного фонда стало одним из стимулирующих факторов этого роста. В частности, в сентябре 2019 года Румыния получила статус «Вторичного развивающегося рынка» (Secondary Emerging Market) в индексе FTSE вместо предыдущего статуса «Рынка с ограниченным доступом» (Frontier Market). Это открыло новые возможности для привлечения крупных международных инвесторов на рынок страны и в её ценные бумаги.

На следующем изображении представлены преимущества схемы приватизации государственной собственности в Румынии через фонд «Fondul Proprietatea».



Рисунок 1. Преимущества схемы приватизации государственной собственности в Румынии через фонд «Fondul Proprietatea»¹.

Если более подробно прокомментировать рисунок 1, то к преимуществам реализации данной схемы можно отнести следующие:

¹ Подготовлено автором

- сохранение государственного контроля над предприятиями даже после завершения процесса трансформации для их дальнейшего управления;
- снятие чрезмерной нагрузки с государственных органов и ограничение их вмешательства, которое может препятствовать достижению эффективных результатов приватизации;
- возможность участия населения, а также местных и международных портфельных инвесторов в капитале крупных компаний страны, считающихся «национальным достоянием»;
- повышение качества управления, прозрачности и финансовой деятельности предприятий, усиление контроля за расходованием средств в государственных компаниях;
- привлечение внимания и финансирования со стороны крупных международных инвесторов в экономику страны без государственных гарантий, создание альтернативных источников финансирования, помимо банковских кредитов.

В следующей таблице 1 представлены этапы приватизации государственной собственности на основе румынского опыта:

Таблица 1

Этапы приватизации государственной собственности на основе опыта Румынии²

№	Название этапа	Основные действия	Ожидаемые результаты
1.	Формирование фонда	Передача части акций государственных компаний в фонд; привлечение международной управляющей компании	Достижение эффективного и профессионального управления при сохранении государственного контроля
2.	Листинг на внутренней бирже	Регистрация фонда на национальной фондовой бирже	Повышение прозрачности и доверия инвесторов к фонду
3.	Привлечение инвестиций через IPO и SPO	Продажа акций фонда местным и зарубежным инвесторам через IPO и SPO; направление средств на развитие	Развитие предприятий, финансирование деятельности фонда; увеличение поступлений в бюджет
4.	Листинг на международной бирже	Регистрация фонда на одной из международных фондовых бирж	Обеспечение участия крупных международных инвесторов
5.	Листинг портфельных компаний	Регистрация портфельных компаний на внутренних и международных фондовых биржах	Продажа акций компаний по высокой цене, максимизация доходов бюджета и акционеров

Подробное объяснение этапов реализации процесса приватизации, описанных в таблице 1, представлено ниже:

1. Формирование фонда. Государство сохраняет контроль и передаёт часть акций государственных компаний в фонд. Управление фондом осуществляется международной управляющей компанией.

2. Листинг фонда на внутренней бирже. Фонд проходит регистрацию на национальной фондовой бирже.

3. Привлечение инвестиций через IPO. Местные и иностранные инвесторы получают возможность приобрести акции фонда посредством IPO. Средства, поступившие от IPO, направляются на развитие компаний и финансирование деятельности фонда. Также местные и иностранные

² Подготовлено автором

инвесторы могут приобрести акции через SPO. Средства от SPO поступают в государственный бюджет.

4. Листинг на международной бирже. С целью привлечения большого количества международных инвесторов фонд проходит регистрацию на международной фондовой бирже.

5. Листинг портфельных компаний. Портфельные компании выходят на внутренние и международные фондовые биржи для привлечения инвесторов и финансирования. В результате государство и фонд получают возможность продать свои акции по более высокой цене, что позволяет максимизировать доходы бюджета и акционеров фонда.

В соответствии с постановлением Президента Республики Узбекистан от 27 августа 2024 года №ПП-303 [12] было создано АО «Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан», зарегистрированное 24 декабря 2024 года. Единственным учредителем фонда является Министерство экономики и финансов Республики Узбекистан. Капитал фонда сформирован за счёт передачи пакетов акций от 20% до 40% в 18 государственных предприятиях и коммерческих банках (таблица 2).

Таблица 2

Перечень предприятий и коммерческих банков, доли участия в которых передаются для формирования уставного капитала АО «Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан» [12]

№	Наименование	Передаваемая доля (%)
1	АО «Навоийазот»	25
2	АО «Региональные электрические сети»	40
3	АО «Тепловые электростанции»	25
4	АО «Uzbekistan Airports»	25
5	АК «Народный банк»	30
6	АО «Узбекгидроэнерго»	20
7	АКБ «Микрокредитбанк»	40
8	АК «Узбектелеком»	25
9	АКБ «Банк развития бизнеса»	25
10	АО «Uzbekistan Airways»	25
11	АО «Железнодорожная инфраструктура»	25
12	АО «Регионгазснабжение»	40
13	АО «Тошшахартранссервис»	25
14	АО «Почта Узбекистана»	25
15	АО «Узметкомбинат»	40
16	АО «Республиканская товарно-сырьевая биржа Узбекистана»	40
17	АО «Узбекинвест»	20
18	АО «Узводоснабжение»	40

Данная таблица 2 показывает список из 18 крупных предприятий и коммерческих банков, в которые передается государственная доля для формирования уставного капитала АО «Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан», а также доли акций, принадлежащие им (в процентах). Из данных таблицы видно, что среди предприятий, передаваемых в фонд, приоритетными считаются отрасли промышленности, инфраструктуры и энергетики. То есть большинство предприятий в таблице являются стратегическими отраслями. В частности:

1) в энергетической сфере (АО «Региональные электросети», АО «Тепловые электростанции», АО «Узбекгидроэнерго», АО «Регионгазоснабжение», АО «Узсувснабжение»);

2) в транспортно-логистической сфере (Uzbekistan Airways, Uzbekistan Airports, Железнодорожная инфраструктура);

3) в области связи и почты (Узбектелеком, Почта Узбекистана);

4) в металлургической и химической сферах (Узбекистан МЕТ, Навоийазот). Это показывает важную роль данных предприятий в формировании уставного капитала фонда.

Кроме того, в формировании уставного капитала фонда активное участие принимает финансовый сектор, в частности банковский сектор. В частности, 30% акций АК «Народный банк», 40% акций АКБ «Микрокредитбанк» и 25% акций АКБ «Банк развития бизнеса» планируется передать фонду. Это свидетельствует о том, что трансформация этих финансовых организаций и повышение их инвестиционной привлекательности рассматриваются как стратегические задачи.

Доли варьируются от 20% до 40%. Средняя доля акций составляет 29,7%. Это означает подготовку к приватизации при сохранении государственного контроля. Ориентация направлена на сохранение активного управления без отказа от полного контроля. Государство сохранило большинство пакетов акций и находится в выгодной позиции для возможных этапов IPO/SPO.

В целом, данная таблица является важной составной частью плана трансформации крупнейших и стратегических предприятий экономики Узбекистана через АО «Национальный инвестиционный фонд», привлечения инвестиций в них и их вывода на рынок. Уставный капитал фонда диверсифицирован, сбалансирован по секторам и включает компании, привлекательные для международных инвесторов.

Также, как и в Румынии, в начале 2025 года в нашей стране был подписан договор доверительного управления инвестиционными активами между Национальным инвестиционным фондом Узбекистана и ООО Franklin Templeton Asset Management. Компания Franklin Templeton была основана в 1947 году в Соединённых Штатах Америки и в настоящее время работает более чем в 30 странах.

В соответствии с договором Franklin Templeton управляет инвестиционным портфелем, состоящим из акций 18 государственных предприятий и коммерческих банков, принадлежащих фонду, и реализует программы трансформации, направленные на повышение их инвестиционной привлекательности. После реализации этих программ акции фонда и управляемых им предприятий и банков будут выведены на местные и международные фондовые биржи.

По нашему мнению, в нашей республике, следуя опыту Румынии, был создан отдельный фонд приватизации. Так же, как фонд «Fondul Proprietatea» в Румынии был передан на доверительное управление компании Franklin Templeton, и АО «Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан» был передан компании Franklin Templeton на доверительное управление. То есть сценарий, аналогичный румынскому, реализуется и в нашей стране. Основной причиной применения румынского сценария в области приватизации в нашей стране является успешный опыт его реализации в Румынии.

Выводы и предложения.

Опыт Румынии показывает, что инновационная модель приватизации государственного имущества через отдельный инвестиционный фонд — «Fondul Proprietatea» — дала высокие результаты. Эта модель способствовала усилению корпоративного управления на предприятиях при сохранении государственного контроля, повышению прозрачности, привлечению крупных международных инвесторов и развитию рынка капитала. Узбекистан также внедряет данный сценарий в свою практику. Созданное в 2024 году АО «Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан» является стратегическим шагом в этом направлении, а передача доверительного управления компании Franklin Templeton означает переход к качественно новому этапу приватизации в нашей стране. Этот подход, разработанный на основе румынской модели, служит важной основой для поэтапного выведения крупных государственных предприятий на открытый рынок, их трансформации и повышения инвестиционной привлекательности в Узбекистане.

Кроме того, по результатам проведённых в статье исследований нами разработаны следующие научно-практические рекомендации:

1. Необходимо внедрить систему предварительной оценки трансформации для государственных предприятий. То есть требуется разработка стандартизированной системы KPI, учитывающей уровень эффективности, финансовое состояние, качество управления и степень готовности к выходу на рынок государственных предприятий, подлежащих приватизации. На основе этого индекса осуществляется отбор предприятий, готовых к IPO/SPO, и определяется их приоритетность.

2. Следует поэтапно ускорить процесс выхода портфельных компаний на местные и зарубежные биржи. Как в Румынии, сначала необходимо провести листинг на местной фондовой бирже, а затем разместить акции в форме GDR или ADR на международных биржах согласно тщательно разработанному плану. В ходе этого процесса важно уделять особое внимание обеспечению прозрачности, доверия и ликвидности для инвесторов.

3. Нужно расширять механизмы доверительного управления через международные независимые управляющие компании. Опираясь на опыт Franklin Templeton, можно налаживать сотрудничество и с другими крупными инвестиционными фондами (например, BlackRock, Vanguard, Ashmore Group). Управление такими международными компаниями гарантирует высокий уровень прозрачности, контроль за коррупцией и обмен опытом.

4. Следует повысить потенциал местных специалистов и стимулировать передачу знаний. Для этого необходимо организовать программы наставничества и трансфера для местных кадров, работающих совместно с международными экспертами в приватизируемых портфельных компаниях. Это будет способствовать улучшению качества местного управления и институциональной устойчивости.

5. Необходимо реализовать стратегию поэтапного сокращения государственной доли. Сначала миноритарные пакеты (10–25%) предлагаются через IPO, затем в зависимости от качества управления и рентабельности дополнительные доли продаются через SPO. Такой подход позволит государству максимизировать доходы и постепенно увеличивать корпоративную независимость.

Список использованной литературы:

1. Klaus E. Meyer. *Privatisation and Corporate Governance in Eastern Europe: The Emergence of Stakeholder Capitalism*. // Copenhagen Business School, 2003, стр. 2–3. <https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/59009289/7088.pdf>
2. Anders Aslund. *How Capitalism Was Built: The Transformation of Central and Eastern Europe* // Cambridge University Press, декабрь 2012, стр. 174. <https://www.cambridge.org/core/books/how-capitalism-was-built/6DE0658E9F2211E8B5A9CF380459D5FB>
3. Marcelin, I., & Mathur, I. (2015). *Privatization, financial development, property rights and growth*. *Journal of Banking & Finance*, 50, 528–546. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.030>
4. Радыгин А. Д., Энтов Р. М., Абрамов А. Е., Чернова М. И., Мальгинов Г. Н. *Приватизация 30 лет спустя: Масштабы и эффективность государственного сектора*. — М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2019. — 182 с., стр. 49.
5. Savas, E.S. *Privatization and public-private partnerships for local services*. Маматов Б. Ш. *Концептуальные основы обеспечения активности инвесторов при приватизации государственной доли в экономике*. // Автореферат дисс. на соискание учен. степени доктора экон. наук (DSc). — Ташкент, 2023, стр. 14.
6. Каххоров А.А. *Вопросы оценки компаний с государственным участием в развивающихся странах*. Дисс. на соискание степени PhD по экон. наукам. — Ташкент, 2022, стр. 5.
7. М. Хамидулин, А. Усманов, Д. Мусабеков. *Основные факторы эффективности приватизации государственных активов*. // Журнал «Общество и инновации» (inscience.uz), Спецвыпуск – 2, №01 (2020), стр. 88.
8. Мухамедов Ф.Т. *Направления развития торговых систем на рынке ценных бумаг в Узбекистане*. Дисс. на соискание степени доктора экон. наук (DSc). — Ташкент, 2019, стр. 114.

9. Б. Кабилов. *Профессор Техасского университета (США). Рынок капитала: проблемы и решения.* // Газета «BIZNES DAILY BIRJA», №73 (3164) от 19.09.2024 г., стр. 2, www.businessdaily.uz
10. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=RO>
11. К. Срапионов. *Опыт приватизации в Румынии: что полезного можно использовать в Узбекистане*, 2021 г., <https://www.gazeta.uz/ru/2021/04/14/privatization/>
12. Постановление Президента Республики Узбекистан №ПП-303 от 27 августа 2024 года «О создании Национального инвестиционного фонда Республики Узбекистан». <https://lex.uz/docs/-7086023>