



**Ilmiy amaliy
jurnal
№ 5 (7)
2026**

**YANGI
O'ZBEKISTON
IQTISODIYOTI**

“YANGI O‘ZBEKISTON IQTISODIYOTI” *jurnali* 5-son 2026 yil

**O‘ZBEKISTON RESPUBLIKASI
OLIIY TA’LIM, FAN VA INNOVATSIYALAR VAZIRLIGI**

**MIRZO ULUG‘BEK NOMIDAGI
O‘ZBEKISTON MILLIY UNIVERSITETI**

YANGI O‘ZBEKISTON IQTISODIYOTI

5

ISBN 978-9943-5256-3-4

Toshkent – 2026

MUNDARIJA

Minojiddinov A.A. Meva-sabzavot tarmog‘i korxonalarini boshqarishda tashkiliy-iqtisodiy mexanizmlarni takomillashtirish yo‘llari	8
Mirzayev A.T., Dilnozaxon M. O‘zbekistonda turizm marketingi samaradorligini baholash va uni takomillashtirishning integratsiyalashgan mexanizmi.....	12
Shavkatov A.Sh. O‘zbekistonda kichik biznes rivojlanishining institutsional va makroiqtisodiy asoslari.....	16
Махаммаджанов М.М. Инновационная трансформация банковского сектора Узбекистана: общесистемные тенденции и финансовые результаты.....	20
Sativaldiyeva G.X. IFRS 16 “Ijara” xalqaro standartiga muvofiq ijara hisobidagi o‘zgarishlar.....	24
Ismailov X.M. Aloqa korxonalari moliyaviy barqarorligini ta‘minlash metodologiyasini takomillashtirish masalalari.....	28
Yusubov I.I. Mintaqada iqtisodiyotni barqarorlashtirishda raqamli xizmatlarning rivojlanishi.....	32
Saidaxmedov N.X. Paxta-to‘qimachilik klasterlari faoiyatini shakllanishi va rivojlanishining zamonaviy nazariyalari.....	35
Istamqulov D.Q., Danyarova F.B. Milliy iqtisodiyotga xorijiy investitsiyalarni jalb qilishni takomillashtirish yo‘llari.....	40
Aipova I.I. Resurs samaradorligini baholashning nazariy usullari va ko‘rsatkichlari.....	43
Mirzaraximova A.A. Tijorat banklari tomonidan aloqa sohasini moliyalashtirish samaradorligini oshirish yo‘llari.....	49
Xalmirzaev A.A. Yer va suv resurslaridan samarali foydalanishda hududiy ixtisoslashuvning ahamiyati va iqtisodiy samaradorligi.....	53
Sidikov Z.A. Sirdaryo viloyatida sanoatlashtirish jarayonining hududiy ijtimoiy-iqtisodiy rivojlanishga ta‘siri.....	59
Usmanova N.Y. Raqamli iqtisodiyotda menejment qarorlarini qabul qilishda innovatsion texnologiyalarning roli.....	63
Ergashev R.X., Rajabaliyeva I.A. Transport-logistika infratuzilmasini raqamli texnologiyalar asosida rivojlantirish va uning samaradorligini oshirish.....	67
Raximova D.S. Barqaror restoran amaliyotlari: oziq-ovqat chiqindilarini kamaytirish va qayta ishlashning innovatsion yondashuvlari.....	70
Narzullayeva X.A. Investitsiya muhiti jozibadorligini oshirishning xalqaro tajribalari.....	76
Muxitdinov Sh.Z. Kichik agrobiznes subyektlarida mahsulotlar eksportini rivojlantirishga ta‘sir etuvchi omillar.....	84
No‘monov O.O‘. Agrotadbirkorlik subyektlarining eksport salohiyatiga ta‘sir etuvchi makroiqtisodiy va mikroiqtisodiy omillarni kompleks baholash.....	88
Yeshimbetov U.X. O‘zbekistonda qishloq xo‘jaligini barqaror rivojlantirishda tashkiliy-iqtisodiy mexanizmlarini takomillashtirish.....	92
Raximova K.N. Tadbirkorlik sharoitida yashil biznesni tashkil etish va rivojlantirishining o‘ziga xos xususiyatlari	97
Хошимов П.З., Тўрахожайев Х.Х. Ислоний банкларнинг ишлаш тамойиллари ва ислон молия тизимининг Ўзбекистон иқтисодиётига таъбиқи.....	100
Sattarov R.A. An integrated methodological framework for evaluating and forecasting interregional economic cooperation: an input-output approach (evidence from Uzbekistan).....	107
Farmanov J.Z. Mintaqada asalarichilik ekotizimining tamoyillari va ekologik-geografik xususiyatlarini takomillashtirish	111
Qurbonov A.B. Janubiy iqtisodiy rayonda qishloq xo‘jaligi orxonlarining tarkibiy o‘zgarishi va agrar kooperatsiyani rivojlantirish yo‘nalishlari.....	114
Тоштемуров Т.Т. Ўзбекистонда кичик тадбиркорлик субъектлари фаолиятини кенгайтиришда солиқ механизмларида фойдаланиш масалалари.....	119
Arziyev M.A. O‘zbekiston iqtisodiyotini transformatsiyalash sharoitida oilaviy tadbirkorlikni rivojlantirishning ustuvor yo‘nalishlari.....	122
Maxkamova S.Sh. Ekologik innovatsiyalar orqali yerni oqilona boshqarishning tashkiliy va iqtisodiy mexanizmini takomillashtirish.....	127
Olimova N.X. Yashil moliyalashtirishning rivojlanish tendensiyalari hamda hozirgi amaliyoti: milliy kontekst	137
Zaylobitdinova H.X. Davlat oliy ta‘lim muassasalarining tijorat faoliyatini samarali boshqarish strategiyalari.....	141
Komilov A.I. Evolution of the catering industry in the context of digital technologies.....	145

“YANGI O‘ZBEKISTON IQTISODIYOTI” *jurnali* 5-son 2026 yil

Sotvoldiyev N.N. Mamlakatimizda yashil iqtisodiyotni rivojlantirishda mehnat bozoriga ta'sir etuvchi omillar.....	149
O'rinov A.A. Sanoat tarmoqlarining investitsion imkoniyatlarini barqarorlik indikatorlari asosida boshqarish mexanizmlari.....	154
Ahmadaliyeva R.A. O'zbekistonda xufyona iqtisodiyotga qarshi kurashish samaradorligi.....	158
Uzganbayeva D.T., Alimova Sh.F. The role of investment strategies in transforming small business entities into large corporate structures.....	162
Goziyev M.Sh., Abdufattoyeva M. Sun'iy intellekt asosida iqtisodiy qarorlar qabul qilish samaradorligini oshirish.....	167
Qobilov H., Uzganbayeva D.T. O'zbekiston iqtisodiyotida xususiy tadbirkorlikning ro'li: so'nggi yillardagi islohotlar sharoitida iqtisodiy o'sish va bandlikka qo'shayotgan hissi.....	170
Sotiboldiyeva R., Uzganbayeva D.T. O'zbekistonda xotin-qizlar tadbirkorligini rivojlantirishda moliyaviy qo'llab-quvvatlash mexanizmlarining ahamiyati.....	174
Маматкулов З.Ш. Хизмат кўрсатиш фаолиятининг шакллантириш ва бошқаришда хориж тажрибаларидан самарали фойдаланишнинг инновацион йўналишлари.....	179
Shamsiddinov P., Uzganbayeva D.T. Iqtisodiyotning raqamlashtirishning afzaliklari va uning oqibatlari.....	185
Qosimov A.S. Jizzax viloyati mahallalarining qayta nomlanishi va demografik jarayonlar va iqtisodiy samaradorlik ko'rsatkichlari.....	189
Qodirov A., Tulaganov E.J., Berdimurodov U.S. Inson kapitalini kapitalizatsiya qilish va samaradorligini oshirish.....	192
Saidkarimova M.I., Sobirov O.A. Sanoat korxonalarining raqobatbardoshligini oshirish yo'llari.....	199
Saidova M.J. Sanoat transformatsiyasi sharoitida kichik biznes va tadbirkorlikning o'rni (Andijon viloyati misolida)	203
Юсупов А.С., Пардаев Х.Ф. Динамическое управление международным портфелем акций: механизмы ребалансировки и преимущества глобальной диверсификации в условиях волатильности валютных рынков.....	206
Burxonov J.X., Soliyev I.I. Mehnat bozorini tartibga solishda innovatsion yondashuvlarning xorij tajribasi tahlili.....	213
Xaitbaev J.O. Mintaqa iqtisodiyotini barqarorligini ta'minlashda suv resurslaridan foydalanishning ko'p omilli ekonometrik modellari.....	217
Saidov U.S. Kichik tadbirkorlik subyektlarida ekologik innovatsiyalarni rag'batlantirishning moliyaviy yo'nalishlari.....	221
Nurmaxanmadov N.B. Iqtisodiyotning ekologiyaga ta'sir moyilligining oshib borishi muammosi.....	224
Xudayberdiyev K. Davlat xaridlarida elektron platformalar faoliyatini optimallashtirishda sun'iy intellektga asoslangan moderatsiya mexanizmlarining roli.....	230
Xolxo'jayev E.G'. Davlat xaridini tashkil etishda elektron savdolardan foydalanish samaradorligi hamda imkoniyatlari tahlili.	234
Rustamova F.A. Qishloq joylarda tadbirkorlik subyektlarining iqtisodiy samaradorligini baholash va uni oshirishning tashkiliy-iqtisodiy mexanizmlari.....	238
Ikromov A. Iqtisodiy jarayonlarni ekonometrik modellashtirishda integro-differensial tenglamalarning o'rni va ularni tadqiq etish.....	241
Sarimsakov B.R., Usmonov J.Q. Xorijiy mamlakatlarda inson kapitalidan qishloq xo'jaligi ishlab chiqarishida samarali foydalanish tajribalari.....	245
Maraimov I.R. O'zbekistonda kambag'allikni kamaytirish va aholi turmush farovonligini oshirish.....	251
Yusupov Sh.B. Xorazm viloyatida sanoat korxonalarining iqtisodiy samaradorligini baholash va oshirish yo'llari: 2020–2025 yillar tahlili va 2030 yilga prognoz.....	256
Chintemirova D.Sh. Hududlar kesimida kichik biznes va xususiy tadbirkorlik faoliyatining rivojlanish tendensiyalari.....	260
Xusanova Z.R. Ayollar tadbirkorligini rivojlantirishning samaradorlik ko'rsatkichlari va unga ta'sir ko'rsatuvchi omillar.....	265
Tajiboyev S.O., Gulimboyev S.I. Moliyaviy siyosatning investitsiya muhitiga ta'siri.....	270
Tajiboyev S.O. G'aznachilikda to'lovlarni amalga oshirish.....	275
Xaydarov M., Baxtiyorov I. Innovatsion iqtisodiyot g'oyalari va ularni oliy ta'lim tizimi orqali qo'llashning nazariy asoslari.....	279
Ким Т.В., «Зарубежный опыт развития циркулярной экономики и её роль в формировании ресурсосберегающей модели экономического развития».....	286

“YANGI O‘ZBEKISTON IQTISODIYOTI” *jurnali* 5-son 2026 yil

Saydullayeva R.U. Analysis of financial efficiency and profitability in the green economy: the role of IAS and IFRS standards.....	292
Galatov A.A., Karimova G.A. O‘zbekistonda Islomiy moliyaviy xizmatlar ko‘rsatuvchi nobank tashkilotlar faoliyati va strategik boshqaruv tizimining tahlili.....	296
Tursunov F.U. Oliy ta‘lim sifati monitoringini takomillashtirish mexanizmlarini rivojlantirishning zamonaviy yondashuvlari... ..	300
Yakhshiboev R.E. Retrieval-augmented generative AI for smart learning content.....	303
Ergashev S.A. Sanoat korxonalarini barqaror rivojlantirish mexanizmlarini takomillashtirish: ilmiy-nazariy va amaliy asoslar.....	307
Абдуллаева Р.Ғ., Тажибаева Н.Ф. Ўзбекистон иқтисодиётида инвестицияларнинг устувор йўналишлари ва ривожланиш истiqболлари.....	311
Sayfullayev J. Why organizations struggle to implement green management practices: key barriers and practical solutions.....	316
Sirojiddinov K.I. Korxonaning raqobatbardoshligini baholash usullari.....	319
Ibraximov X.S. Mintaqalarda tadbirkorlik muhitini shakllantirishda kichik biznesni davlat tomonidan qo‘llab-quvvatlashning o‘rni va mexanizmlari.....	324
Tajibayev K.Q. Farg‘ona vodiysida kichik biznes sub‘ektlari raqobatbardoshligini oshirishning metodologik asoslari.....	328
Abdulxakimov Z.T. Barqaror rivojlanish evolyusiyasi va tarkibiy qismlari masalalari.....	332
Pazilidinov M.M. Kichik biznes va xususiy tadbirkorlikni rivojlantirishda xorijiy mamlakatlarning raqamlashtirish tajribasi.....	337
Жураева М.З., Ахмедов Р.М. Экосистема применения системного подхода в менеджменте транспортной инфраструктуры.....	341
Ахмедов Р.М. Основные требования к разработке системного подхода в менеджменте дорожного хозяйства Республики Узбекистан.....	348
Mamasiddiqova F.X. Qishloq xo‘jaligida mahallalar ixtisosligi: nazariy asoslar, regional tahlil va rivojlantirish istiqbollari.....	353
To‘rayev A.A. Mehnat bozorini texnologik transformatsiyalash sharoitida ishchi kuchi raqobatbardoshligini oshirish mexanizmlari.	358
Солиев И.И. Концептуальные основы институциональной автономии вузов в условиях модернизации системы образования Узбекистана.....	362
Xasanov S.Q. Sanoat korxonalarini rivojlantirishda modernizatsiya va klaster yondashuvining o‘rni.....	365
Murodov A. Aholining real pul daromadlarini va xarid qobiliyatini oshirishning nazariy asoslari.....	369
Карабаев Р.З. Искусственный интеллект в цифровой экономике Узбекистана.....	374
Rasulova Sh.A. Bozor iqtisodiyotida monopoliyaning mohiyati, shakllari va uning O‘zbekiston iqtisodiyotiga ta‘siri.....	378
Salimov A.F., Rasulova Sh.A. Bozor muvozanati va unga ta‘sir ko‘rsatuvchi omillar.....	381
Sattarova G.X. O‘zbekiston logistika bozorida yuk tashish xavflarini sug‘urta orqali kamaytirishning iqtisodiy samaradorligi.....	385
Муродхўжаева Ф.М. Маҳаллий саноатни шакллантиришда кластер ёндашуви ва 2030 йилгача трансформациянинг прогноз параметрлари (Наманган вилояти мисолида).....	389
Yoqubjonov R.R. Kichik biznes mahsulotlari raqobatbardoshligini oshirishda innovatsion yondashuvlar.....	396
Nasritdinov B.X. Risklarni integral baholash kichik biznesda moslashuvchan boshqaruv tizimi asbobi sifatida	400
Abdurazzoqov H.A. O‘zbekistonda yashil iqtisodiyotga o‘tish jarayonining hozirgi holati va tendentsiyalari.....	406
Turgunov M.M., Soliyev I.I. Milliy innovatsion tizim samaradorligini oshirishning strategik yo‘nalishlari.....	411
Kuzimuratova D.M. O‘zbekiston Respublikasida tijorat banklarining investitsiya faoliyatini rivojlantirish va takomillashtirish.....	414
Soyibjonov I.S. Kichik biznes va tadbirkorlik subyektlarini yashil iqtisodiyot tamoyillari asosida rivojlantirish.....	419
Axmadjanov I.I. Shaharlar va shahar aglomeratsiyalari mintaqalar va mamlakatlar ijtimoiy-iqtisodiy rivojlanishining drayveri.....	423
Odinayev G‘.J. Nogironligi bo‘lgan aholi qatlamini strategik sohalarda band qilish loyihalari.....	427
Abduvahobov V.B. Jinoiy daromadlarni legallashtirishga qarshi kurashishning global standartlari va O‘zbekiston tajribasi: kompleks tahlil.....	430
Қўзиева Н.Н. Билвосита солиқларнинг шаклланиши ва ривожланиб бориши.....	435

**ДИНАМИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНЫМ ПОРТФЕЛЕМ АКЦИЙ:
МЕХАНИЗМЫ РЕБАЛАНСИРОВКИ И ПРЕИМУЩЕСТВА ГЛОБАЛЬНОЙ
ДИВЕРСИФИКАЦИИ В УСЛОВИЯХ ВОЛАТИЛЬНОСТИ ВАЛЮТНЫХ РЫНКОВ**

**ХАЛҚАРО АКЦИЯЛАР ПОРТФЕЛИНИ ДИНАМИК БОШҚАРИШ: ВАЛЮТА
БОЗОРЛАРИДАГИ ОЎЗГАРУВЧАНЛИК ШАРОИТИДА ҚАЙТА
МУВОЗАНАТЛАШТИРИШ МЕХАНИЗМЛАРИ ВА ГЛОБАЛ
ДИВЕРСИФИКАЦИЯНИНГ АФЗАЛЛИКЛАРИ**

**DYNAMIC MANAGEMENT OF AN INTERNATIONAL EQUITY PORTFOLIO:
REBALANCING MECHANISMS AND THE ADVANTAGES OF GLOBAL
DIVERSIFICATION UNDER CURRENCY MARKET VOLATILITY**

Юсупов Асомиддин Соатович

DSc, профессор Ташкентский государственный экономический университет

Пардаев Хуршидбек Фозил угли

Магистрант Ташкентский государственный экономический университет

Аннотация

В статье анализируются механизмы формирования и динамического управления международным портфелем акций в условиях волатильности глобальных рынков. На основе данных FactSet/LionShares (1999–2015, более 100 тыс. наблюдений) показано, что глобальная диверсификация повышает эффективность инвестиций, увеличивая коэффициент Шарпа на 0.129–0.220. Выявлен устойчивый механизм активной ребалансировки: при росте доходности иностранных активов инвесторы репатрируют капитал (коэффициент -1.839), причем интенсивность этого процесса усиливается в периоды высокой валютной волатильности. Результаты подчеркивают необходимость регулярного пересмотра структуры портфеля для поддержания оптимального соотношения риска и доходности.

Ключевые слова: мировая финансовая система, инвестиционный портфель, хеджирования валютных рисков, регулирование глобальных дисбалансов.

Мақолада глобал бозорлар ўзгарувчанлиги шароитида халқаро акциялар портфелини шакллантириш ва динамик бошқариш механизмлари таҳлил қилинади. Фассет/ЛионШарес маълумотлари (1999–2015 йиллар, 100 мингдан ортиқ кузатувлар) асосида глобал диверсификация инвестициялар самарадорлигини ошириши, яъни Шарпе коэффициентини 0.129–0.220 га кўтариши кўрсатиб берилган. Фаол қайта мувозанатлаштиришнинг барқарор механизми аниқланган: хорижий активлар даромадлилиги ошганда инвесторлар капитални қайтаради (коэффициент -1.839), ва бу жараён интенсивлиги валюта курслари юқори ўзгарувчан бўлган даврларда янада кучаяди. Натижалар риск ва даромадлилик ўртасидаги оптимал нисбатни сақлаш учун портфел тузилмасини мунтазам қайта кўриб чиқиш зарурлигини таъкидлайди.

Калит сўзлар: жаҳон молия тизими, инвестиция портфели, валюта рискларини хеджирлаш, глобал номутаносибликларни тартибга солиш.

The article analyzes the mechanisms for forming and dynamically managing an international equity portfolio under conditions of global market volatility. Based on FactSet/LionShares data (1999–2015, over 100,000 observations), it is shown that global diversification enhances investment efficiency, increasing the Sharpe ratio by 0.129–0.220. A stable mechanism of active rebalancing is identified: when the returns on foreign assets rise, investors repatriate capital (coefficient -1.839),

and the intensity of this process increases during periods of high currency volatility. The results highlight the need for regular portfolio rebalancing to maintain an optimal risk–return balance.

Keywords: global financial system, investment portfolio, currency risk hedging, regulation of global imbalances.

Современная мировая финансовая система характеризуется высокой степенью интеграции, однако национальные рынки акций все еще сохраняют специфические риски, обусловленные локальными экономическими циклами. В этих условиях формирование международного инвестиционного портфеля становится необходимым условием для оптимизации доходности и минимизации волатильности капитала. Теоретический фундамент этого направления был заложен Г. Марковицем (1952), чья портфельная теория постулировала необходимость поиска активов с низкой корреляцией. Позднее Б. Сольник (1974) адаптировал этот подход к международному контексту, доказав, что глобальное распределение активов позволяет элиминировать систематические риски, присущие отдельным национальным экономикам.

Несмотря на очевидные преимущества, реализация глобальных стратегий сталкивается с рядом барьеров. В частности, Дриссен и Лавен (2007) подчеркивают, что реальные выгоды от международной диверсификации варьируются в зависимости от страны базирования инвестора и существующих рыночных трений. Для инвесторов из развивающихся стран, сталкивающихся с высокой внутренней волатильностью, выход на развитые рынки дает возможность значительно повысить коэффициент Шарпа, однако этот процесс осложняется фактором валютного риска. Валютный риск выступает как сегментирующий фактор, который делает иностранные активы объективно более рискованными для локальных институциональных игроков.

Проблема сегментации рынков и несовершенства хеджирования валютных рисков рассматривается в работах Хау и Рея (2006), а также Каманьо и коллег (2022). Согласно их подходу, отсутствие возможности прямой торговли валютными рисками между инвесторами разных стран заставляет их использовать портфельные перетоки как механизм корректировки риска. Если иностранные активы показывают избыточную доходность относительно внутренних, совокупная валютная экспозиция инвестора возрастает. Это создает потребность в активной ребалансировке — процессе систематической продажи подорожавших иностранных активов и возврата капитала в домашнюю валюту (*repatriation*). Таким образом, динамическое управление портфелем становится не просто способом фиксации прибыли, а жизненно важным инструментом риск-менеджмента.

Актуальность данного исследования также подкрепляется работами Гуринша и Рея (2007), которые указывают на возрастающую роль финансового канала в регулировании глобальных дисбалансов. В условиях, когда традиционные торговые потоки теряют свою доминирующую роль в определении валютных курсов, именно действия крупных инвестиционных фондов по ребалансировке своих позиций становятся ключевым драйвером движения капитала. Понимание этих механизмов критически важно для профессиональных участников рынка, занимающихся составлением и управлением портфелями акций в условиях нестабильности мировых валютных рынков. В данной статье мы анализируем эмпирические подтверждения канала ребалансировки и оцениваем количественные выгоды от международного инвестирования, основываясь на данных фондов США, Европы и других регионов.

Эволюция подходов к управлению международным портфелем акций прошла путь от классической теории диверсификации Марковица (1952), подчеркивающей роль ковариации активов, к моделям глобальной диверсификации Сольника (1974), доказавшего снижение риска за счет межстрановой низкой корреляции. Однако на практике выявлен «домашний уклон» (Френч и Потерба, 1991), объясняемый барьерами в виде информационной асимметрии, издержек и валютных рисков.

Исследование Дриссена и Лавена (2007) подтвердило значимость международной диверсификации, особенно для стран с высокой волатильностью, но носило статичный характер. Современные работы (Хау и Рей, 2006; Каманьо и др., 2022) акцентируют внимание на динамическом управлении и механизме ребалансировки, показывая, что инвесторы активно корректируют портфель в ответ на валютные колебания. Макроэкономический аспект раскрыт в концепции финансового канала внешней корректировки (Гуринш и Рей, 2007).

Несмотря на значительный вклад предыдущих исследований, в них недостаточно раскрыта динамика управления портфелем. Данная статья восполняет этот пробел, объединяя теорию диверсификации с концепцией активной ребалансировки и на основе данных FactSet демонстрируя системный характер возвратного движения капитала как реакции на валютную волатильность.

Методологический аппарат данной работы выстроен на принципах количественного анализа вторичных данных и эмпирической проверки гипотез о поведении институциональных инвесторов. Основным источником эмпирической информации послужила глобальная база данных FactSet/LionShares, которая аккумулирует детальную отчетность о структуре портфелей более чем 7,940 инвестиционных фондов. Выборка охватывает ключевые валютные зоны, включая США, Великобританию, Канаду и Еврозону, за период с 1999 по 2015 годы. Общий массив данных включает 101,238 наблюдений на уровне «фонд-квартал», что обеспечивает высокую статистическую значимость и репрезентативность полученных результатов. Такой временной охват позволяет исследовать стратегии управления активами не только в периоды стабильности, но и в условиях экстремальной рыночной волатильности, включая глобальный финансовый кризис 2008 года.

Центральное место в методологии занимает оценка эффективности инвестиционных стратегий через динамику коэффициента Шарпа. Этот показатель позволяет измерить избыточную доходность портфеля на единицу принятого риска и рассчитывается как отношение разности доходности портфеля и безрисковой ставки к стандартному отклонению портфеля:

$$SR = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p}$$

Использование данного инструмента необходимо для верификации гипотезы Дриссена и Лавена о преимуществах глобальной диверсификации. Сравнение коэффициентов Шарпа для локальных и международных стратегий дает возможность количественно оценить выгоду от выхода на внешние рынки акций для инвесторов с различной страновой принадлежностью.

Для анализа динамического аспекта управления портфелем применяется модель оценки активной ребалансировки, предложенная в работах Каманьо, Хау и Рея. Основная задача данного этапа методологии — выявить, как изменение стоимости иностранных активов влияет на действия управляющих фондами. Математически этот процесс описывается через регрессионное уравнение, где зависимой переменной выступает мера активной ребалансировки ($\Delta h_{j,t}^f$) представляющая собой отклонение фактического веса иностранных акций от веса, сформированного при пассивном удержании активов:

$$\Delta h_{j,t}^f = \gamma(r_{j,t}^f - r_{j,t}^h) + \epsilon_{j,t}$$

В данной спецификации ключевым параметром является коэффициент γ , который отражает чувствительность фонда к разнице между доходностью иностранного (r_j^f) и внутреннего ($r_{j,t}^h$) рынков. Отрицательное значение данного коэффициента служит прямым доказательством наличия стратегии ребалансировки, направленной на нейтрализацию избыточной валютной экспозиции.

Дополнительно методология включает в себя анализ влияния реализованной волатильности валютного курса на интенсивность фондовых потоков. Для этого в модель вводятся интерактивные переменные, связывающие доходность акций и среднеквадратичное

отклонение ежедневных изменений обменного курса. Такой комплексный подход позволяет не только подтвердить теоретические модели международной диверсификации, но и раскрыть внутренние механизмы принятия решений профессиональными участниками финансового рынка в условиях неопределенности.

Для наглядности полученных результатов и количественной оценки преимуществ международной диверсификации, ниже представлены сводные данные по ключевым регионам исследования.

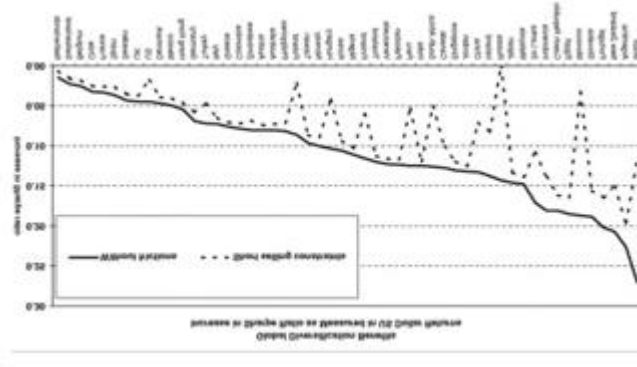
Таблица 1. Эффективность международной диверсификации портфеля акций по регионам (1999–2015 гг.)

Регион инвестора	Коэффициент Шарпа (Локальный)	Коэффициент Шарпа (Глобальный)	Прирост эффективности (ΔSR)
Восточная Европа	0.053	0.182	+0.129
Латинская Америка	0.081	0.22	+0.139
Западная Европа	0.112	0.165	+0.053
Северная Америка	0.145	0.198	+0.053

Источник: Составлено автором на основе данных FactSet/LionShares и Driessen & Laeven (2007).

В данной таблице приведено сравнение коэффициента Шарпа для чисто внутренних (локальных) и глобально диверсифицированных портфелей. Как видно из Таблицы 1, наибольший прирост эффективности наблюдается у инвесторов из развивающихся рынков. Это подтверждает гипотезу о том, что для стран с высокой внутренней волатильностью международные акции служат мощным инструментом хеджирования страновых рисков. Согласно данным Таблицы 1, для инвесторов из Восточной Европы прирост эффективности (ΔSR) составил +0.129, в то время как для инвесторов из Северной Америки этот показатель ниже — +0.053. Это наглядно демонстрирует, что потенциал снижения рисков через глобальные рынки значительно выше для регионов с развивающейся экономикой.

Рисунок 1. Глобальные выгоды диверсификации



Источник: Адаптировано из Driessen, J. and Laeven, L. (2007). Journal of Financial Economics.

На Рисунке 1 представлена визуализация выгод международной диверсификации для различных стран. Отчетливо видно, что для развитых рынков (США, Бельгия, Швейцария) прирост коэффициента Шарпа минимален и находится в диапазоне 0.01–0.05. В то же время, для развивающихся стран, находящихся в правой части графика, этот показатель достигает 0.15–0.25, что полностью коррелирует с данными, представленными в Таблице 1. Наличие

рыночных трений (short selling constraints) снижает эффект, но не нивелирует фундаментальное преимущество выхода на глобальные рынки.

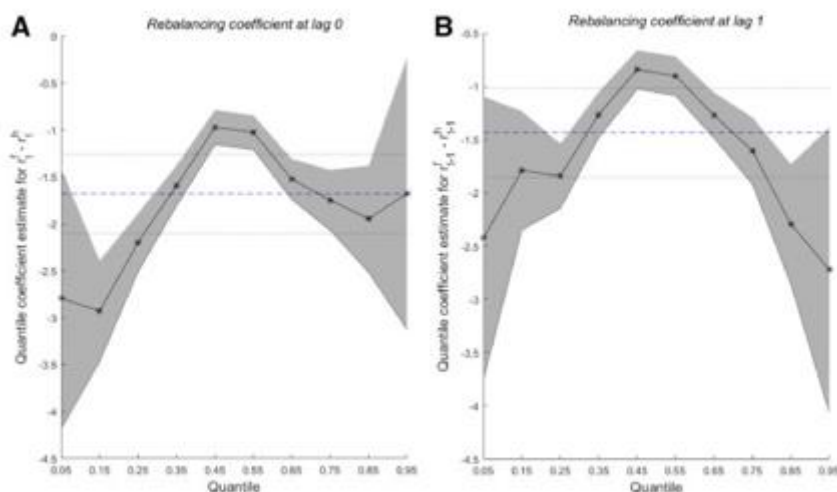
Рисунок 2. Волатильность эффективного валютного курса



Источник: Рассчитано на основе данных МВФ (IMF) и Reuters по методике Samanho, N., Hau, H. and Rey, H. (2022).

Важным фактором, определяющим поведение инвесторов, является волатильность валютных рынков. На Рисунке 2 показана реализованная волатильность курсов для США, Еврозоны, Великобритании и Канады. Ключевой аномалией на графике выступает резкий скачок волатильности в период финансового кризиса 2008 года (2008q3), когда показатели выросли более чем в три раза. Именно такие периоды турбулентности, согласно нашему исследованию, становятся катализаторами для активации «канала ребалансировки». Рост волатильности в период 2008–2009 гг. наглядно иллюстрирует экстремальные условия, в которых традиционные статические стратегии диверсификации становятся неэффективными. Именно в эти моменты отклонение весов активов от целевых значений достигает своего максимума, что требует от фондов немедленной репатриации капитала для стабилизации валютной экспозиции.

Рисунок 3. Квантильная регрессия ребалансировки



Источник: Построено на основе эмпирического анализа базы данных FactSet в рамках исследования Samanho, N., Hau, H. and Rey, H. (2022). "Global Portfolio Rebalancing and Exchange Rates".

Для более глубокого понимания механизмов управления портфелем был проведен квантильный анализ (см. Рисунок 3). Использование панелей А и В позволяет увидеть

нелинейный характер связи между доходностью и потоками капитала. Мы обнаружили «U-образный» паттерн: коэффициенты ребалансировки (γ) достигают своих экстремальных отрицательных значений (от -3.0 до -4.0) именно в крайних квантилях (0.05 и 0.95). Это доказывает, что в моменты аномальной доходности или резких рыночных шоков управляющие фондами реагируют значительно агрессивнее, проводя масштабную репатриацию капитала для защиты портфеля от валютных перекосов.

Полученные в ходе исследования результаты открывают новые перспективы для понимания механизмов взаимодействия рынков акций и валютных курсов. Основной вывод о том, что международная диверсификация значительно повышает коэффициент Шарпа, особенно для развивающихся рынков, согласуется с классическими теориями портфельного менеджмента. Однако наше исследование идет дальше, раскрывая внутреннюю динамику того, как институциональные инвесторы поддерживают эту эффективность через активную ребалансировку.

Ключевым аспектом обсуждения является выявленная нелинейность поведения фондов. Тот факт, что коэффициенты ребалансировки становятся более агрессивными в экстремальных квантилях (как показано на Рисунке 3), указывает на существование так называемых «порогов чувствительности». В условиях нормальной рыночной конъюнктуры фонды могут позволить себе определенное отклонение от целевых весов портфеля, допуская накопление валютного риска. Однако, как только доходность иностранных активов достигает аномальных значений, риск становится системным, что вынуждает управляющих проводить немедленную репатриацию капитала. Это подтверждает теорию о том, что ребалансировка является дисциплинированным ответом на риск сегментации рынков.

Важно отметить роль глобальных финансовых кризисов. Резкий скачок волатильности в 2008 году (см. Рисунок 2) показал, что в моменты шоков традиционные инструменты хеджирования могут быть недоступны или слишком дороги. В такие периоды прямая продажа прибыльных иностранных акций и перевод средств в домашнюю валюту становится наиболее эффективным способом стабилизации портфеля. Это объясняет, почему в условиях высокой турбулентности корреляция между фондовыми потоками и валютными курсами резко усиливается.

С практической точки зрения, данные результаты ставят под сомнение эффективность чисто пассивных стратегий «купи и держи» (buy-and-hold) на международном уровне. Для инвесторов, особенно из стран с формирующейся рыночной экономикой, таких как Узбекистан, игнорирование канала ребалансировки может привести к избыточному накоплению валютного риска. Наши данные доказывают, что активное управление весами портфеля позволяет не только фиксировать прибыль на пиках, но и создавать ликвидный резерв для последующих инвестиций в периоды рыночных спадов.

Таким образом, обсуждение подтверждает, что международный рынок акций и валютный рынок находятся в состоянии постоянной динамической обратной связи. Ребалансировка выступает в роли «стабилизатора», который предотвращает чрезмерные перекосы в распределении мирового капитала, хотя и осуществляется индивидуальными фондами в целях защиты собственной доходности. Дальнейшие исследования в этой области могут быть сосредоточены на изучении того, как развитие цифровых финансовых технологий и алгоритмической торговли влияет на скорость и глубину таких потоков капитала.

Проведенное исследование подтверждает, что международная диверсификация остается ключевым инструментом оптимизации соотношения риска и доходности, особенно для развивающихся рынков, обеспечивая рост коэффициента Шарпа. Эффективность портфеля во многом зависит от дисциплинированного управления активами и регулярной ребалансировки.

Выявленный «канал ребалансировки» показывает, что инвесторы сокращают долю выросших иностранных активов, ограничивая валютные риски. Этот процесс носит нелинейный характер и усиливается в периоды рыночных шоков, что снижает эффективность стратегии «купи и держи» и повышает значение активного управления.

Практически это требует внедрения автоматизированных подходов к управлению портфелем и развития инфраструктуры хеджирования, особенно в развивающихся экономиках. В то же время влияние транзакционных издержек, регуляторных ограничений и новых технологий (ИИ, алгоритмическая торговля) остается перспективным направлением дальнейших исследований..

Список использованной литературы:

1. Camanho, N., Hau, H., & Rey, H. (2022). Global Portfolio Rebalancing and Exchange Rates. *The Review of Financial Studies*, 35(11), 5228–5274.
2. Driessen, J., & Laeven, L. (2007). International portfolio diversification benefits: Cross-country evidence from a phase-in approach. *Journal of Financial Economics*, 83(2), 335–359.
3. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
4. Hau, H., & Rey, H. (2006). Exchange Rates and Equity Markets: A General Equilibrium Approach. *The Journal of Finance*, 61(1), 225–259.
5. Bohn, H., & Tesar, L. L. (1996). U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing? *The American Economic Review*, 86(2), 77–81.
6. Griffin, J. M., & Stulz, R. M. (2001). International competition and exchange rate shocks: A cross-country industry-level analysis. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 215–241.
7. Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
8. Lewis, K. K. (1999). Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption. *Journal of Economic Literature*, 37(2), 571–608.
9. FactSet Research Systems. База данных институционального владения активами FactSet/LionShares. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.factset.com> (дата обращения: 15.04.2026).
10. International Monetary Fund (IMF). База данных международной финансовой статистики (IFS). [Электронный ресурс]. URL: <https://data.imf.org> (дата обращения: 10.04.2026).
11. World Bank. База данных показателей мирового развития. [Электронный ресурс]. URL: <https://data.worldbank.org> (дата обращения: 12.04.2026).