



ЎЗБЕКИСТОНДА ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИНИНГ САМАРАДОРЛИГИНИ ОШИРИШ ЙЎЛЛАРИ ВА МОЛИЯВИЙ ИНЖИНИРИНГНИ ҚЎЛЛАШ ИМКОНИЯТЛАРИ

Саипназаров Шербек Шайлаббекович

ISFT институти доценти

email: ganiyevshaxriddin@gmail.com

ARTICLE INFORMATION	ABSTRACT
Volume: 1 Issue: 7 DOI: https://doi.org/10.55439/INSURE/vol1_iss7/a15	Ушбу мақолада инфратузилмани ривожлантириш, шаффофликни ошириш, янги молиявий воситаларни жорий этиш ва инновацион молиявий инжиниринг стратегияларини қўллаш орқали Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори самарадорлигини сезиларли даражада ошириш ва инвестициялар оқими ва молия секторини ривожлантириш учун қулай шарт-шароитлар яратиш имкониятлари ўрганишдан иборат.
KEYWORDS	Қимматли қоғозлар бозори, молиявий инжиниринг, хеджерлаш, IPO ва SPO, рискларни бошқариш, РЕПО битимлари.

Кириш (Introduction/Введение)

Жаҳонда қимматли қоғозлар бозорида олиб борилаётган амалиётлар билан боғлиқ рискларни хеджерлаш, портфелни шакллантириш, криптовалюта тартибга солишда рақамли ва криптографик усуллардан фойдаланиш муаммолари иқтисодчи-олимлар томонидан ўрганилмоқда. Молиявий интеграциянинг чуқурлашуви шароитида фонд биржаларига маблағларни жалб қилишни диверсификациялаш зарурати, сармоядорлар ўртасида активлар бўйича рискларни тақсимлаш имконияти, биткоин ва молиявий инжинирингдан фонд ва валюта бозорларида фойдаланиш усуллари тадқиқ қилинмоқда. Қимматли қоғозлар бозорида спекулятив ҳолатларни чеклаш мақсадида молиявий инжиниринг билан боғлиқ амалиётларни олиб бориш ҳамда молиявий инструментларнинг янги пайдо бўлаётган турларининг фонд бозорларига мослаштириш механизмларини ишлаб чиқиш бўйича тадқиқотлар олиб борилмоқда.

Ўзбекистон Республикасида қимматли қоғозлар бозорининг самарадорлиги етарли даражада эмаслигига қарамай, ҳукумат томонидан ушбу соҳани ривожлантириш учун барча чора ва тадбирлар кўрилмоқда. Капитал бозорини ривожлантириш, фонд биржаси фаолиятини халқаро миқёсда кўтариш, IPO ва SPO амалиётларини ўтказиш, молиявий инжинирингни амалиётга жорий этиш, сармоядорларни қимматли қоғозлар бозорига жалб этиш каби чора-тадбирлар унинг самарадорлигини оширишга хизмат қилиши шубҳасиз.

Мавзуга оид адабиётлар таҳлили (Literature review, Анализ литературы).

Илмий адабиётларда «молия бозори» тушунчаси, ҳам қимматли қоғозлар бозорини, ҳам банк кредитлари бозорини, шу билан бирга молиявий воситаларни давлат фондлари орқали қайта тақсимланишини ўз ичига олади.

Я.М.Миркин [1] фикрича молия бозори тушунчасини пул бозори ва капитал бозори тизими билан бир хил деб ҳисоблайди. Бундан эса шу нарса келиб чиқадики, қимматли қоғозлар бозори нафакат пул бозорининг, балки капитал бозорининг ҳам сегменти ҳисобланади. Одатда, пул бозори қисқа муддатли операцияларни қамраб олади,

аммо капитал бозори сифатида ўрта муддатли ва узоқ муддатли битимларни ўз ичига олади. Молия бозори кенг миқёсда қимматли қоғозлар бозорига асосланади ва ундаги турли хил молиявий инструментларнинг ўз функциясини бажаришини таъминлайди.

О.Штиллхнинг [2] фикрига кўра, молиявий инжиниринг кенг доирадаги бозор иштирокчилари томонидан ишлатилади, айниқса:

- яқка тартибдаги сармоядорлар: улар асосан деривативлар бозори инструментлари, хусусан, опционлардан, кичик ҳажмли сармоя талаб қилганлиги учун фойдаланишади;
- институционал сармоядорлар, асосан, портфел ҳамда пул бозорига капитал қиримнинг муқобилларини хеджерлаш учун киришади;
- давлат молия идоралари, ҳамда хусусий корхоналар ўз маблағларини хеджинг қилиш мақсадида иштирок этишади;
- банклар ва бошқа молиявий воситачилар, шунингдек, хусусий корхоналар стратегик риск бошқаруви ҳамда спекулятив амалиётлар олиб бориш учун қатнашадилар.

Илмий адабиётларда ҳам молия инжиниринг тушунчаси таърифида ғализлик ёки ноаниқликлар учрайди. Илмий адабиётларда ҳам деярли ўрганилмаган. Айрим олимларнинг ушбу тадқиқот бўйича ўз қарашлари мавжуд бўлиб, улардаги фикрларни қуйидагича шарҳлаш мумкин.

В.А. Черновнинг фикрича, ... “молиявий инжиниринг” тушунчаси – бу рискларни комплекс бошқаришни ўргатади. Бу молия фанининг махсус бўлими бўлиб, унда рискларни бошқариш усуллари ўрганилади [3]. Демак, В.Чернов молиявий махсус инструментлар орқали рискларни бошқариш усулини молия инжинирингга ўрганади деб ҳисоблайди.

Худди шундай фикрни ёки қарашларни Б.М.Рапорто ва А.И.Субченко ишларида ҳам учратиш мумкин. Уларнинг фикрича “молиявий инжиниринг – бу молияни бошқариш ва молиявий рискларни минималлаштириш тизимини ишлаб чиқишдир” [4]

Тадқиқотни амалга оширишда фойдаланилган усуллар (Methods/Методы).

Тадкикотни амалга оширишда қўйилган мақсадларни амалга оширишда махтаний ва таркибий таҳлил қилиш, гуруҳлаштириш, иқтисодий-статистик таҳлил, усулларидан фойдаланилди.

Таҳлиллар (Analysis/Анализ).

Яқин келажакда республикаимиз молия бозори, шу жумладан фонд бозори, дунё миқёсида рақобатбардош бўлишига эришиш, маҳаллий ва хорижий инвесторлар учун қулай шароитлар яратиш бугунги кундаги асосий вазифамиз. Бунга эришиш учун илк кадам сифатида «Thomson Reuters» халқаро ахборот агентлиги билан йўлга қўйилган ҳамкорликни кўришимиз мумкин.

«Тошкент» РФБ хизматларини кенгайтириш мақсадида РЕПО битимларини қайта йўлга қўйиш лозим. РЕПО битимлари қимматли қоғозларни гаровга қўйиш йўли билан пул маблағларини қарзга олишнинг оммабоп усули ҳисобланади. Мижозга тегишли бўлган қимматли қоғозлар нафақат фойда келтириши, балки кредит маблағларини зудлик билан жалб қила оладиган самарали восита сифатида ҳам қўлланилиши мумкин.

Бугунги кунда фонд бозорида корпоратив қимматли қоғозлар билан амалга оширилаётган РЕПО битимлари қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази томонидан тасдиқланган ва Адлия вазирлигида 2004 йил 6 августда 1396-рақам билан рўйхатга олинган «Корпоратив қимматли қоғозлар билан репо битишувларни амалга ошириш тўғрисида»ги Низом асосида тартибга солиниб келинмоқда.

2004 йилдан бошлаб РЕПО келишувлари кенг миқёсда амалга оширилган эди. Лекин «Тошкент» РФБ ва Корея фонд биржаси билан ҳамкорлик ўрнатилгандан кейин бу амалиётлар тўхтатилди. РЕПО битимлари миллий қонунчиликка биноан икки босқичда амалга оширилади: акция сотилиши ва қайтиб сотиб олиниши. Корея тизимида эса брокер ўз бўйнига масъулиятни олади ва РЕПО битими бир босқичда амалга оширилади. Шу жиҳатдан, РЕПО амалиётини ўтказишда номутаносибликлар мавжуд бўлгани учун ушбу турдаги битимлар ҳозирги кунда амалга оширилмаяпти.

Бугунги кунга келиб қимматли қоғозлар бозорининг жозбадорлигини оширишда асосий йўналиш бўлиб иккиламчи бозорнинг кенгайиши ҳисобланади. Сўнгги даврлар давомида фонд биржаси савдо айланмасида қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозори устунлик қилиб келмоқда.

Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантирувчи истикболли секторлардан яна бири бу банклардир. Ўзбекистон Республикаси Марказий депозитарийида тасдиқланган акцияларни чиқарилган ҳажмига кўра йирик (10 млрд. сўм миқдоридан юқори қийматдаги акциялар эмиссиясига эга), ўрта (3-10 млрд. сўм) ва кичик (3 млрд. сўм) иштирокчиларга бўлинади.

2023 йил 16 та йирик банкларга барча эмиссия қилинган акциялар номинал қийматининг 90,6% и тўғри келган, 8 та ўрта банкларга - 8,5% ва 3 та кичик банкларга эса 0,9% и тўғри келган.

2022 йилга келиб 28 акциядорлик банкларидан 6 тасининг устав фондида давлат улуши мавжуд. 2023 йил жами тижорат банкларининг устав фондида ҳаммаси бўлиб 0,07% ни ташкил этади. Тижорат банкларининг устав капиталда давлат улушининг пасайиб кетишини лицензия берадиган институтлар томонидан мавжуд банк тизимини назорат қилиши орқали тушунтирса бўлади. Эътиборли жиҳати шундаки, давлат улуши қанча камайса, инвестор учун ўша корхонанинг акциялари жозибador ҳисобланади. Шунинг учун бу йўналишда давлат иштироки камайиши қимматли қоғозлар бозорининг ривожига ҳисса қўиши мумкин.

Қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиши ҳисоб-клиринг фаолиятига ҳам боғлиқдир. Замонавий клиринг тизимлари, рискларни ва фонд бозори иштирокчиларининг транзакцион харажатларини камайтириш ҳисобида молиявий бозорнинг сифатли ривожланишига, ликвидлилик ва бозорда нарх шаклланиши сифатининг ошишига, молиявий инструментлардан фойдаланиш самарадорлигининг ортишига хизмат қилади. Булар эса, ўз навбатида, мавжуд инфратузилманинг янада барқарорлашуви учун янги шарт-шароитлар яратади.

Ҳисоб-клиринг палатаси фаолияти Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозорининг ишлаш механизми тўғрисида»ги Қонун ҳамда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 29-апрелдаги «Қимматли қоғозлар иккиламчи бозорининг келгусида ривожлантириш чоралари тўғрисида»ги Фармони билан тасдиқланган бўлиб,

«Қимматли қоғозлар бозорида ҳисоб-клиринг палатаси тўғрисида» Қарори ва қонунчиликнинг бошқа актлари билан тартибга солинади [5].

Ўзбекистон капитал бозорининг ривожланишининг яна бир истикболли йўналиши унинг жаҳон фонд биржаларида савдо майдонларига чиқишидир. Бу борада илк кадам сифатида Ўзбекистон томонидан Лондон фонд биржасига 1 млрд. АҚШ доллари миқдоридан еврооблигациялар жойлаштирилиши бўлди. Ушбу облигациялар иккита траншда жойлаштирилади: 2024 ва 2029 йилларда 500 млн. АҚШ доллари миқдоридан. Беш йиллик қимматли қоғознинг даромадлиги 4,7%, ўн йиллик эса 5,3% ни ташкил қилади.

1-жадвал

Еврооблигациялар жойлаштирилишидаги асосий иштирокчилар [6]

Транш	Даромадлилик (%)	Британия сармоядорлари улуши (%)	АҚШ сармоядорлари улуши (%)	Европа давлатлари сармоядорлари улуши (%)	Осиё мамлакатлари сармоядорлари улуши (%)
2024	4,7	39	23	6	6
2029	5,3	32	31	10	10

Ушбу амалиёт Лондон фонд биржасида юқори талабга эга бўлди ва институционал сармоядорлардан 150 та сўровнома келиб тушди. Асосий сармоядорлар сифатида бошқарув фондлари (75% ва 78%), суғурта компаниялари ва нафақа жамғармалари (20% ва 16%) ва банклар (5% ва 6%) иштирок этишди. Ушбу жойлаштирувнинг ютуқли жиҳатлари қуйидагилардан иборат:

- Ўзбекистон илк бор муваффақиятли битим орқали халқаро бозорга чиқишга эришди;
- Сармоядорларнинг ёрдами билан қимматли қоғознинг нархини белгилашда замонавий усуллардан фойдаланилди ва рейтингни кўтарилди;
- Ўзбекистондаги бошқа давлат корхона ва ташкилотлар томонидан облигациялар чиқарилиши ва жойлаштирилиши режалаштириб қўйилди;
- МДХ давлатлари орасида 2019 йилда илк бор муваффақият билан облигациялар жойлаштирилиши амалга оширилди.

2017 йилнинг 17 январидан Ўзбекистон Республикаси Президенти «Давлат мақсадли объектларини тадбиркорлик мақсадларида фойдаланиш учун сотиш тартибларини янада соддалаштириш ва сотишни жадаллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида» ги Фармонни имзолади. Ушбу фармоннинг учинчи қисми IPO амалиётларининг ўзқилишига қаратилган бўлиб, компаниянинг капиталини оширишга имкон берилиши таъкидланган.

Капитал бозорида савдода бўлган акцияларнинг мавжудлиги компаниянинг қийматини баҳолашга имкон беради, у бирлашиш ва сотиб олиш (M&A) учун менежерларнинг фаолиятини баҳолаш учун восита сифатида ишлатилиши мумкин. Компаниянинг акциядорлари ўзларининг аксарият қисмини ёки бир қисмини сотиш имконига эга бўлиб, шу билан бирга компаниянинг қўлаётган келажакдаги даромадларига капитализация қилиш имкониятини беради. Юқорида келтирилган қимматли қоғозлар бозорида рўй бераётган ўзгаришлар, шубҳасиз, унинг келажакдаги ривожини ва истикболлини белгилаб беради.

Хулоса ва таклифлар (Conclusions/Заключения).

Амалга оширилган тадқиқот натижасида қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

- стратегик режалаштириш: IPO/SPO мақсадлари ва стратегиясини аниқлаш, бозор ва рақобатчиларни таҳлил қилиш;
- молиявий тайёргарлик: молиявий аудит, эмиссия проспектини ишлаб чиқиш ва жозибador инвестиция қиритиш;
- бизнесни тайёрлаш: корпоратив бошқаруви модернизация қилиш, самарали ички жараёнлар ва тизимларни яратиш;
- IPO ва SPO амалга ошириш;
- инвестиция банкларини танлаш: инвестиция банклари билан акцияларни жойлаштириш бўйича шартномалар имзолаш;
- маркетинг ва сотиш: инвесторларни жалб қилиш, акцияларни жойлаштириш нархини белгилаш;
- жойлаштириш ва савдо: IPO/SPO-ни ўзи ўтказиш, фонд биржасига кириш ва акциялар савдосини бошлаш;
- дериватив молиявий воситаларни амалий татбиқ этиш;
- рискларни тушуниш ва ҳеджераш: деривативлар билан боғлиқ рискларни ўрганиш ва ҳеджераш стратегиясини ишлаб чиқиш;

- тегишли воситаларни танлаш: деривативлардан фойдаланиш мақсадларини аниқлаш ва тегишли шартномаларни танлаш (фьючерслар, опционлар, свопплар);

- таҳлил ва мониторинг: бозорни доимий таҳлил қилиш ва асосли қарорлар қабул қилиш учун ҳосилавий нархларни мониторинг қилиш.

IPO/SPOларни ўтказиш, шунингдек молиявий инжиниринг воситаларини жорий этиш молия бозорларини чуқур тушунишни,

стратегик фикрлашни ва рискларни бошқаришнинг профессионал кўникмаларини талаб қилади. Ушбу амалиётлар компаниянинг ривожланишига ҳисса қўшади, унинг капиталлашувини яхшилайти ва молиявий рисклардан ҳимояланишни таъминлайди.

References:

1. Миркин Я.М. Ключевые идеи развития фондового рынка // Рынок ценных бумаг. – Москва, 2000. - №11. – 33-36 б.
2. Штиллих О. Биржа и ее деятельность / Нем. тил. тар.: -Санкт-Петербург, 1992. – 243 б.
3. Чернов В.А. Финансовая политика предприятия: учебное пособие для ВУЗов (под ред. Проф. М.И.Баканова. –М.: Юнити-дана, 2003. 247 стр. С 231.
4. Рапорто Б.М., Субченко А.И. Инжиниринг и моделирование бизнеса. – М.: Тандем, 2001. 347 стр.
5. Brook Chris . Introductory Econometrics for Finance. – Mann. Cambridge University Press, 2008. – 672 p.
6. Buffet Warren E. The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel. – New York. Collins Business, 2003. - 645 p.
7. Chris Strickland. Implementing Derivatives Models. – Washington. John Wiley & Sons Ltd., 2000. – 440 p.
8. Шохаззамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. -Т.: Iqtisod-moliya, 2005.- 829 б...