



ЎЗБЕКИСТОНДА ФОНД БОЗОРИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ

Ғаниев Шахриддин Воҳидович

ISFT институти профессори ganivevshaxridin@gmail.com

Саипназаров Шербек Шайлаббекович

ISFT институти доценти sherhardcore87@gmail.com

ARTICLE INFORMATION	ABSTRACT
Volume: 1 Issue: 5 DOI: https://doi.org/10.55439/INSURE/vol1_iss5/a9	Ушбу мақолада капитал оқимини фонд бозори орқали жалб қилиш механизми ҳам қимматли қўғозлар бозори институтлари ва инструментларидан фойдаланган ҳолда турли инвестицион дастурларни молиялаштиришни амалга ошириш тизими ўрганилган. фонд бозори, капитал оқими, инвестиция муҳити, қимматли қўғозлар, диверсификация.

Кириш

Жаҳон амалиётида капитал оқимини фонд бозори орқали ҳаракатини ўрганишга қаратилган илмий тадқиқотлар олиб борилган. Тадқиқотлар натижалари асосида фонд бозорининг миллий ва халқаро тизимларини ривожлантириш борасида фикр-мулоҳазалар юритилмоқда ҳамда узлуксиз равишда такомиллаштирилмоқда. Фонд бозори савдо механизмларини такомиллаштириш, жаҳон фонд биржаларига қимматли қўғозларни жойлаштириш орқали халқаро миқёсдаги капиталдан фойдаланиш, жалб этилган маблағлардан самарали фойдаланиш ва оптимал капитал тузилмасини шакллантиришга бағишланган қўлаб илмий тадқиқотлар шулар жумласидандир. Аммо, фонд бозори орқали мамлакатга капитал оқимини кучайтириш мумкинлигига қаратилган жиҳатлар ханузгача ўз илмий ечимини тўлалигича топмаган.

Ўзбекистонда инвестиция муҳитини яхшилаш орқали иқтисодиёт тармоқлари ва ҳудудларга хорижий ҳамда ички сармояларни фаол жалб этиш орқали давлатнинг иқтисодиётдаги иштирокини камайтиришда фонд бозори инфратузулмасидан фойдаланишга эътибор кучайтирилган. «Капитални жалб қилиш ҳамда қорхона, молиявий институтлар ва аҳолининг эркин ресурсларини жойлаштиришдаги муқобил манба сифатида фонд бозорини ривожлантириш» [1] орқали молия бозорида рақобат муҳитини яхшилаш ва бунинг натижасида иқтисодиётга капитал оқимини ошириш мақсад қилинган. Бунда фонд бозорида инвесторларнинг фаоллигини ошириш учун биринчи галда қимматли қўғозларнинг ликвидлигини ва диверсификация даражасини ошириш зарур ҳисобланади.

Мавзуга оид адабиётлар таҳлили.

Россиялик олим С.З.Мошенский фикрича, «илгари фонд бозори фақат узоқ муддатли қимматли қўғозларга тааллуқли бўлган бўлса, ҳозирда эса узоқ муддатли ва қисқа муддатли қимматли қўғозлар ўртасидаги фарқ борган сари йўқолиб бормоқда» [2] деган ёндашувга мувофиқ «фонд бозори» ва «қимматли қўғозлар бозори»га бутунлай синоним тушунчалар сифатида қарайди. Унинг фикрича фонд инструментларининг трансформацияси улар тааллуқли бўлган бозорларнинг шаклига таъсир ўтказган.

Америкалик олимлар Фредерик С. Мишкин, Стенли Г. Эакинслар «Молия бозори ва институтлари» номли китобининг саккизинчи нашрида молия бозори таркибини таҳлил қилишган [3].

Ушбу олимлар «Пул - купюра – пул бозорларида сотилмайди.

Пул бозорида савдо қиладиган қимматли қўғозлар қисқа муддатли ва юқори ликвидли бўлганлиги сабабли, улар пулга ўхшаш бўлади» [4],-деб таърифлайди. Бундан ташқари улар, капитал бозори атамасига «улушли қимматли қўғозлар ва узоқ муддатли қарз мажбуриятларини (одатда бир йил ёки ундан узоқ муддатда сўндирилувчи) олди сотди қилинадиган бозор» [5] деб таъриф берадилар.

Иқтисодчи олимлар, А.В.Ваҳобов ва Т.С.Маликов ўзларининг «Молия» фанидан тайёрлаган дарсликлариди молия бозорининг таркибини қуйидагича ифода этишади: «Валюта бозори пул бозорининг таркибий қисми ҳисобланади. Пул бозори эса, ўз навбатида, капиталлар бозори билан биргаликда молия бозорини ташкил этади» [6] деб таърифлашади. Бу ерда олимлар пул бозори таркибига валюта бозорини киритган ҳолда ўрганишганлигининг гувоҳи бўламиз.

Тадқиқот методологияси. Мақолада илмий абстракциялаш, тизимли таҳлил, омилли таҳлил, қиёсий таҳлил, индукция ва дедукция, динамикада ўрганиш, маълумотларни гуруҳлаш, таққослаш усулларида фойдаланилган.

Таҳлил ва натижалар муҳокамаси.

Жаҳон бозорида халқаро ташкилотлар ва молия институтлар билан ҳамкорликда хорижий сармояларни ўзбек эмитентларининг қимматли қўғозларига жалб этиш ишлари олиб борилмоқда. Хусусан, 2019 йилнинг 14 февралда Лондон фонд биржасида савдолари ташкил этилган Ўзбекистон Республикасининг суверен евробондлар (еврооблигациялар)ини мисол қилишимиз мумкин. Шундан сўнг Ўзбекистоннинг резидент тижорат банклари эмитент сифатида еврооблигацияларини халқаро бозорга жойлаштириш бўйича амалиётларни бошлаб юборишди. Албатта, қайсики ривожланаётган, жаҳон молия бозори учун янги ҳисобланган давлатнинг эмитентлар молия бозорида инструментларини жойлаштиришлари учун ҳукумат томонидан биринчи бўлиб қадам қўйилиши ва келажақда хўжалик юртувчи субъектларига жаҳон бозорига йўл очиб бериши зарурдир. Албатта, бу амалиётни Ўзбекистонгача ҳам бошқа давлатлар амалга оширишган. Ушбу мавзуга қуйида яна қайтамыз.

Авваламбор, еврооблигациялар ҳақида қисқача тўхталиб ўтадиган бўлсак, «биринчи евробондни 1963 йилда Италиянинг «Автострада» компанияси эмиссия қилинган» [7]. Евробондлар бу-

бир вақтнинг ўзида бир неча бозорларда сотилиш имкониятига эга бўлган, хорижий валютада ва хорижий бозорда сотиладиган, қарз мажбуриятини ифода этувчи қимматли қоғозлардир. Евробондлар одатда 1 йилдан 40 йилгача оралиқда муомалада бўлувчи ва номинали АҚШ долларида ифодаланувчи қимматли қоғозлардир.

Хўш, Ўзбекистон Республикасининг суверен евробондлари қандай хусусиятларга эга? Ўзбекистон 1 млрд. АҚШ долларлик евробондаларни 2 хил шартларда ва 2 қисм (транш)да яъни 500 миллион АҚШ долларида 5 йиллик ва 10 йиллик муддатларда мос равишда 4,75% ва 5,375% йиллик даромад (купон) тўлаш шарти билан жойлаштирди. Аввал бошида еврооблигацияларни юқориқроқ фоизда яъни 5 йиллик облигациялар 5,625% -5,75% оралиқда ва 10 йиллик облигациялар 6% даромад тўлаш шартида сотиш таклиф қилинган аммо, савдо кунда 1 млрд. АҚШ долларлик таклифга 8,5 млрд. АҚШ долларлик аризалар (талаб) тушиши натижасида облигацияларнинг даромадлиги (ваъда қилинган купон фоизи)ни тушириш имконияти пайдо бўлди ва пасайтирилган купон ставкада ҳам даромадлилик даражаси қаноатлантирувчи инвесторлар етарлича бўлди ва савдолар муваффақиятли амалга оширилди. Хўш, бунга нима сабаб бўлмоқда, авваламбор Ўзбекистоннинг ташқи қарзлари ва ЯИМ ўртасидаги муносабат (қарзларни бошқариш стратегияси) ва мамлакатда амалга оширилаётган ислохотлар ижобий баҳоланганлигидир. Шу сабабли, Ўзбекистоннинг янги фонд инструменти еврооблигациялар бўйича «бенчмарк»и (фонд инструменти халқаро бозорда келажакда ўрнини ва нуфузини аниқлаш) мувоффақиятли амалга оширилди.

Куйидаги жадвалда суверен еврооблигацияларни чуқурроқ таҳлил қилиш мақсадида инвесторлар таркибини географик ва тармоқ жиҳатдан кўриб чиқамиз.

1-жадвал

Ўзбекистоннинг суверен еврооблигацияларига капитал йўналтирган инвесторлар таркиби [8]

Инвесторлар таркиби	5 йиллик (фондла)	10 йиллик (фондла)
Худудлар бўйича		
Буюк Британия	39	32
Америка давлатлари	23	31
Европа давлатлари	32	27
Осиё давлатлари	6	10
Жами	100	100
Тармоқлар бўйича		
Бошқарув фондлари	75	78
Сутурта ва пенсия фондлари	20	16
Банклар	5	6
Жами	100	100

Юқоридаги 1-жадвал маълумотларини таҳлил қилар эканмиз, Инвесторлар таркибида географик жиҳатдан Буюк Британия фондлари юқори улушни эгаллаб турибди, тармоқлар бўйича эса, бошқарув компаниялари Ўзбекистоннинг еврооблигацияларини энг кўп сотиб олишган.

Ўзбекистон ушбу суверен еврооблигацияларни эмиссия қилиш ортидан қандай мақсадларни кўзлаган эди. Фикримизча, ушбу еврооблигациялар Ўзбекистон қимматли қоғозларини жаҳон бозорига кириши ва капитал жалб қилишда жаҳонда Ўзбекистоннинг жозибадорлигига баҳо бериш энг асосий мақсад бўлган. Аслида, бу каби катта ҳажмли қарз муносабатлари мамлакатга молиявий ресурсларга бўлган эҳтиёжини қондиришни биринчи галдаги вазифа сифатида қўйиши зарур эди. Фикримизнинг яққол исботи сифатида, «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг №ПҚ-4258-сонли қарори 2019 йилнинг 02 апрелига келибгина қабул қилинди ва ушбу маблағлардан «889,2 млн. АҚШ доллари Республикаимиздаги Тижорат банкларига депозитларга, 20 млн. АҚШ доллари «Агробанк» АТБга субординат қарз сифатида, 89,9 млн. АҚШ доллари эса «Навий кон-металлургия комбинатига бюджет ссудаси сифатида жойлаштирилди». Орадан бир ярим ой ўтибгина қарзни жойлаштириш тўғрисидаги қарорнинг қабул қилиниши албатта, қарзга олинган маблағнинг қийматини ошириши шубҳасиз. Бундан қарзни олишда ундан фойдаланиш стратегияси олдиндан белгилаб олинмаганга ўхшаб кўринади ва шу боисдан юқоридаги хулосани чиқаришимизга сабаб бўлди.

Биламизки, қайсики қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозорда ҳам ҳаракати (савдолари) ижобий бўлса, бу қимматли қоғозларнинг келажакда нархи тушиб кетмаслигига ва ушбу қимматли қоғозлар эмитентларининг келажакда бозорда янги инструментларининг

ликвидлигини таъминлашда жуда муҳим хусусият бўлиб хизмат қилади. Айниқса Ўзбекистон каби жаҳон фонд бозорига биринчи дебютини амалга оширган давлат учун бу жуда муҳимдир. Шу боисдан, ушбу еврооблигацияларнинг иккиламчи бозорда савдолар кўрсаткичини куйидаги жадвалда кўриб чиқамиз.

Юқоридаги жадвал маълумотларини таҳлил қилар эканмиз 10

2-жадвал

Ўзбекистоннинг суверен еврооблигацияларининг иккиламчи бозор савдолари кўрсаткичлари [9]

10 йиллик еврооблигациялар							
Савдо санаси	05.03.2019	15.03.2019	01.04.2019	29.05.2019	11.06.2019	30.09.2019	10.03.2020
Савдо ҳажми (дона)	4000	2000	60000	3300	10000	6000	5000
Нарх	98,04	100,2	99,52	102,25	103,80	109,85	109,90
5 йиллик еврооблигациялар							
Савдо санаси	22.02.2019	25.02.2019	11.06.2019	03.07.2019	07.08.2019	30.08.2019	06.11.2019
Савдо ҳажми (дона)	1	18	10000	10000	10000	2000	4000
Нарх	99,27	99,38	103,22	105,52	106,02	106,08	105,18

йиллик облигацияларнинг нархи иккиламчи бозорда облигациялар савдолари амалга оширилган санадан бошлаб номиналига нисбатан 98,0% дан 109,9% гача, 5 йиллик облигацияларнинг нархи эса 99,27%дан 106,08%гача ўзгарган. 10 йиллик еврооблигациялар бўйича энг катта ҳажми савдо 2019 йилнинг 1-апрелида амалга оширилган бўлиб унда 60000 дона облигациялар сотилган, 5 йиллик еврооблигациялар бўйича эса 3 марта 10000 донадан облигациялар билан савдолар амалга оширилган. Савдо натижаларини такқослайдиган бўлсак 10 йиллик еврооблигациялар савдоси ҳажми ва юқори нархининг чегараси орқали яққол устунликка эга бўлган. Яна бир эътиборли жиҳати шундан иборатки, 1 йилдан ортиқ вақт давомида 10 йиллик еврооблигацияларни атиги 8 та савдо кунда, 5 йиллик еврооблигацияларни эса 7 та савдо кунда фаол савдолари амалга оширилганлиги иккала инструмент ҳам иккиламчи савдосининг айланувчанлигига ижобий баҳо беришимизга йўл қўймайди. Аммо, Ўзбекистон учун бенчмаркни мувоффақиятли амалга ошириб, ундан сўнг иккиламчи савдоларда ҳам инвесторларнинг эътиборидан қолмаслик яхши натижа ва бу натижага Ўзбекистоннинг ташқи қарз даражасини пастлиги (ЯИМга нисбатан) ва Стандарт & Поорс-«ББ-», Moody's-«Б1», Фитч-«ББ-» каби халқаро рейтинг агентликларининг ижобий даражалари орқали эришилгани шубҳасиздир.

Жадвал маълумотларига эътибор қаратадиган бўлсак Ўзбекистоннинг еврооблигацияларини жаҳон бозорига чиқаришида деярли барча жиҳатларда ўртача кўрсаткичларга эришилган, аммо, Ўзбекистон жаҳон бозорига чиқишни анча кеч 2019 йилга келибгина амалга оширилганлиги иқтисодий жаҳон бозорига интеграциясининг шунга мувофиқ бошқалардан кўра кечроқ бўлиши сабаб бўлмоқда. Аммо, бунинг кеч бўлса ҳам амалга оширилганлиги мамлакатимизнинг резидент компаниялари қимматли қоғозларини жаҳон бозорига олиб чиқишлари имконият яратиб берди.

Хулоса ва таклифлар.

Юқоридаги фикрлардан келиб чиқан ҳолда, Ўзбекистонда капитал ҳажмини оширишда қимматли қоғозлар бозори инструментларидан фойдаланиш ва рақобатга асосланган фонд бозори ҳали ривожланиш босқичида бўлиб, фонд бозорининг капитални жалб қилишдаги роли ва функцияларини кучайтириш ва уни келгусида янада ривожлантиришга тўсик бўлаётган айрим муаммолар мавжуд. Мазкур муаммолар сифатида куйидагиларни келтириш мумкин:

- фонд бозорининг ҳажми мамлакат ялпи ички маҳсулотига нисбатан паст эканлиги ва унга сабаб бўлаётган асосий омиллардан бири инвестицион фаолият билан шугулланмайдиган, ортиқча ресурсларни пул бозори инструментларига ёки жамғармаларга йўналтирувчи жисмоний шахслар яъни аҳолида фонд бозори тўғрисида етарли маълумотларнинг (аксариятида ҳақида ҳатто Ўзбекистонда фонд бозори ва фонд биржаси мавжудлиги ҳақида тасаввурининг) мавжуд эмаслиги ортидан кичик аммо уларни жамлаш орқали кўп миқдорда капитал жалб қилиш имкониятидан фойдаланилмаётганлигидир.

Бундан ташқари, аҳоли ўз омонатларини қимматли қоғозларга йўналтирмаслигига куйидаги сабабларни ҳам келтириш мумкин: қимматли қоғозларнинг даромадлилик даражаси пастлиги, келажакда

ва эмитентларнинг келгуси режалари ҳақида стратегик ахборотларнинг етарли эмаслиги;

сўнги йилларда анча соддалаштирилган бўлсада, қимматли қоғозлар олди-сотди жараёнининг банкларга депозит қўйиш ёки кредит олиш жараёнларидан кўра мураккаблиги ва харажат талаблиги;

қимматли қоғозлар билан савдоларни амалга оширишда аҳоли учун ҳудудларда инфратузилманинг яхши эмаслиги;

инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоялашда қонунчиликнинг ўта мураккаблиги;

Ўзбекистонда инвесторлар учун мустақил савдоларда катнашиш имкониятини яратадиган дастурий таъминот «DMA» (Direct Market Access)га интеграция қилинган мобил илованинг мавжуд эмаслиги;

профессионал иштирокчиларнинг аҳолини бозорга жалб қилиш ва ўз маҳсулотини таклиф этишда фаол эмаслиги ва бошқаларни келтиришимиз мумкин. Бу каби омиллар таъсирида аҳоли ўз жамғармаларини қимматли қоғозларда эмас, балки бошқа воситаларда саклашни афзал билмоқда;

- капитал бозори фаолиятини тартибга солишда ягона давлат сиёсатини юритувчи ва назорат фаолиятини амалга оширувчи тизимнинг амалиётда мавжуд эмаслиги (Ҳозирги кунда бунга ўрта ташкилотнинг ҳар қил қамров даражаси орқали фаолият юритиши, Марказий банк, Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ва Давлат активларини бошқариш агентликлари);

- оммавий савдолар (IPO/SPO) ҳажмининг пастлиги ёки бу борада ҳам давлат аралашувининг юқорилиги. Ҳозирги кунда бу борада фақат бир нечта реал ҳолат Ravnaq-bank ХАТВ, «ҚМЗ» АЖ, «КВАРЦ» АЖ, «Жиззах Пластмасса» АЖ, «Бухоро паранда» АЖ, «Бухоро гўшт-сут савдо» АЖ УШКларининг IPO/SPOларини мисол сифатида келтиришимиз мумкин ҳолос;

- ликвидли қимматли қоғозлар гуруҳининг мавжуд эмаслиги яъни иккиламчи бозорда қийинчиликсиз сотиш мумкин бўлган миллий фонд инструментларининг камлиги;

- фонд бозори ахборотларни оммага тақдим қилишнинг етарлича ривожланмаганлиги, Ўзбекистоннинг фонд бозори имкониятлари ва

ҳолати ҳақида фақатгина тор доира (мутахассисларгина) вакилларининг маълумотларга эга эканлиги. Бундан ташқари тегишли веб сайтлардан маълумотларни олишда тизимлаштиришнинг яхши йўлга қўйилмаганлиги (уюшган ва уюлмаган бозор савдолари ҳақида тўлиқ ва зарурий маълумотларни олиш мумкин бўлган сайтнинг мавжуд эмаслиги ёки ўта мураккаблиги. Масалан Марказий депозитарийда фақат қимматли қоғозлар эмиссияси ва рўйхатдан ўтганлиги маълумотлари мавжуд, «Тошкент» РФБда фақат биржа савдоси ҳажмлари келтирилганлиги, Капитал бозорини ривожлантириш агентлигининг веб - сайтида эса йиллик таҳлилий маълумотларнинг умуман мавжуд эмаслиги ва ҳк.). Мамлакатимизда ахборотларни оммага тақдим қилишда менталитетимиздан келиб чиққан ҳолда телевидение имкониятларидан фойдаланмаслик, асосан интернет сайтлардан фойдаланилиши. Аслида ортиқча молиявий ресурсга эга бўлган аҳоли катлами интернет сайтлари маълумотларидан кўра телевидение орқали узатиладиган маълумотларни тўғрироқ деб ҳисоблашларинининг иноватга олинмаётганлиги;

- халқаро рейтинг агентликлари томонидан бериладиган индексларда Ўзбекистон кўп жабҳаларда паст кўрсаткичларда эканлиги, инвестицион лойиҳаларни амалга оширишда ташкилий жараёнларнинг мураккаблиги ҳамда молия бозори сегментларининг глобал бозорларга интеграцияси даражасининг паст эканлиги ва жаҳон бозоридида мамлакатимиз иқтисодиётига нисбатан негатив маълумотларнинг кузатилиб туриши.

Хулоса ўрнида шуни айтишимиз мумкинки, Ўзбекистонда капитал жалб қилишни оширишга ва бунда фонд бозори имкониятларидан етарлича фойдаланилмаётганлигига сабаб сифатида юқорида келтириб ўтганимиз каби тизимли муаммоларнинг мавжудлиги салбий таъсир кўрсатмоқда. Албатта ушбу муаммоларни ҳал этилиши мамлакатимизда капитал ҳажмини ошириш имкониятларини янада кенгайтиришда муҳим вазифалардан бўлиб ҳисобланади.

References:

1. А.В.Вахобов, Т.С.Маликов. Молия. Дарслик. «Ношир, Т.: 2011. 712-б.
2. Ш.Ш.Шоҳаъзамий. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. Учебник. Т.: «iqtisod-moliya», 2005. 430-с.
3. В.А.Галанова и др. Рынок ценных бумаг: Учебник/ - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2006. - 448 с.
4. В.В.Ковалев, Финансовый менеджмент; теория и практика. — 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. - 1024 с.
5. С.З.Мошенский: Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы-Москва: «Экономика», 2010. 239 с.
6. Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins-Financial Markets and Institutions: Eighth Edition, USA, 2015. p. 615...