

и.ф.д., проф.С.Э.Элмирзаев, М.Узоков, Д.Юсупов
Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси

КАПИТАЛ БОЗОРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ИҚТИСОДИЙ ТАРАҚҚИЁТНИ ЖАДАЛЛАШТИРИШ ОМИЛИ

Мазкур мақолада мамлакатимизда капитал бозори фаолиятининг амалдаги ҳолати таҳлил қилинган. Капитал бозорида эмитентлар ва инвесторлар фаоллиги борасидаги мавжуд муаммолар аниқланиб уларни, ҳал қилиш йўналишлари хусусида тадқиқот натижалари келтирилган. Соҳани ривожлантириш бўйича илмий таклиф ва амалий тавсиялар илгари сурилган.

Калит сўзлар: *қимматли қозғоз, капитал бозори, акция, облигация, инвестор, дивиденд, фойз, даромад, хусусийлаштириш, эмиссия, оммавий жойлаштириш, листинг.*

DEVELOPMENT OF THE CAPITAL MARKET IS ECONOMIC DEVELOPMENT ACCELERATION FACTOR

This article analyzes the current state of the capital market in our country. Current problems in the activity of issuers and investors in the capital market are identified and the results of the research are presented in terms of directions for solving them. Scientific proposals and practical recommendations for the development of the field have been put forward.

Keywords: *securities, capital market, stock, bond, investor, dividend, interest, income, equity, privatization, issue, public offering, listing.*

Кириш

Бугунги кун жаҳон иқтисодиёти глобал рақобатга асосланган. Шу боисдан ҳеч бир миллий иқтисодиёт ўзини ўзи таъминлаш орқали ривожлана олмаслигидан келиб чиққан ҳолда нафақат товар ва хизматлар, балки хорижий инвестициялар жалб қилиш бўйича ҳам кескин рақобат кузатилмоқда. Натижада ҳукуматлар томонидан бизнес учун ҳар томонлама қулай шароитлар яратиш, хусусан мулк дахлсизлигини таъминлаш, солиқ юкини кескин камайтириш, ташқи иқтисодий фаолиятни эркинлаштириш, фойдани эркин тасарруф этиш кабиларда миллий ва хорижий инвесторларга ҳар томонлама енгилликлар тақдим этиш орқали тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ҳажмини оширишга алоҳида эътибор қаратишмоқда. Чунки фақатгина миллий инвестициялар билан мунтазам ўсиб боровчи эҳтиёжларни қаноатлантириш имконсиз. Бошқа томондан миллий инвесторлар учун

яратилган етарлича шарт-шароитлар хорижий инвесторларнинг ҳам қизиқишлари ортишига хизмат қилади.

2022-2026 йилларга мўлжалланган Янги Ўзбекистоннинг тараққиёт стратегиясидаги етти та устувор йўналиш ва юз та устувор мақсадга эришиш борасида амалий ишлар аллақачон бошлаб юборилди. 2022 йил 16 ноябрь куни ўтказилган Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Хорижий инвесторлар кенгашининг биринчи ялпи мажлисида ҳам айнан хорижий инвесторларни миллий иқтисодиётимизга фаол жалб қилиш масаласи кўтарилди.

Президентимиз Шавкат Мирзиёвнинг Хорижий инвесторлар кенгашининг биринчи ялпи мажлисидаги нутқида барча соҳаларга бўлгани каби банк-молия соҳасига ҳам хорижий инвесторларни жалб қилиш борасида ўз фикрларини билдириб ўтдилар. Жумладан соҳада соғлом рақобат муҳитини яратиш, хорижий банкларни Ўзбекистонга фаол жалб этиш, самарали фонд бозорини шакллантиришда хорижий инвесторларнинг иштирокини кучайтириш масаласи кўтарилди.

Умумий ҳолда қайд этиб ўтишимиз лозимки, ҳақиқатдан ҳам ялпи мажлисда таъкидланганидек, замонавий иқтисодиёт драйвери бўлган хусусий бизнеснинг тараққиёти банк-молия соҳаси ривожини билан узвий боғлиқ. Бунда хусусий бизнес доимий равишда фойдани максималлаштириш мақсадида инновацияларни кенг жорий этишга интилади. Инновацияларни жорий этиш учун эса банк-молия тизими бизнесни молиялаштиришнинг ўзаро манфаатли турли вариантларини таклиф қила олиши лозим. Шунда иқтисодиётнинг реал сектори ва молиявий сектори комплекс ривожланиши янада жадаллашувини кутишимиз мумкин.

Мавзуга оид адабиётлар шарҳи

Капитал бозори, унинг муҳим таркибий қисми ҳисобланган фонд бозорини тараққиётини таъминлаш тадқиқотчилар доимий эътиборидаги масалалардан биридир. Чунки капитал бозори, қимматли қоғозлар бозори эмитентлар фаолияти бошланган буён доимийлик асосида такомиллаштиришни талаб қилиб келмоқда.

Ф.Мишкин ва С.Якинслар тадқиқотларида жаҳон иқтисодиётида капитал бозорининг аҳамияти ва роли борган сари ошиб бораётган бир вақтда молиявий инструментлар ҳажми ҳам ошиб бораётганлигига гувоҳ бўлиш мумкин. Шунингдек, фонд бозори активлари қўлланиш хусусиятлари

билан бирга, капитал бозорини тартибга солиш масалалари ҳам кенг тадқиқ қилинганлигини кўриш мумкин [1].

Ж.Мадуро ўз илмий ишларида молия бозорининг турли инструментлари асосида капитал бозорини фаол ривожлантиришга эътибор қаратиб ва тадқиқот натижаларида ривожланган давлатлар фонд бозорлари инструментлари ва активлари сони тобора ошиб бораётганлигига урғу берган [2].

Б.Рубцов томонидан замонавий фонд бозорлари тадқиқ қилинган бўлиб, ривожланган ва ривожланаётган фонд бозорларининг ривожланиш хусусиятлари, уларда қўлланилаётган қимматли қоғозлар турлари, қўлланиш хусусиятлари атрофлича тадқиқ этилган [3].

Маҳаллий олимлардан И.Бутиков томонидан қимматли қоғозлар бозорининг жорий ҳолати, мавжуд муаммолар ва уларни ҳал қилиш йўналишларига қаратилган қатор тадқиқот ишлари эълон қилинган. Бунда миллий фонд бозорида мавжуд активлар, эмитентлар таркиби ва фаоллиги, қимматли қоғозлар бозори имкониятларидан фойдаланиш ва унга таъсир кўрсатаётган омиллар, давлат улушининг юқорилиги ва бу улушни хусусийлаштиришга қаратилган мулоҳазаларни алоҳида қайд этиб ўтиш лозим [4].

Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестициялар, хусусан тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар жалб қилиш масалалари У.Холиқов томонидан тадқиқ қилинган [5]. Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштиришга қаратилган масалалар Х.Худойқулов томонидан тадқиқ қилинган [6]. А.Хўжамуродов томонидан иқтисодийни модернизациялаш шароитида фонд бозори инфратузилмасини такомиллаштириш йўналишларига доир тадқиқотлар амалга оширилган [7].

Таҳлил ва натижалар

Капитал бозори ривожини кўп жиҳатдан эмитентларнинг бозордан капитал жалб қилиш бўйича талаби ва инвесторлар билан ўзаро манфаатли тақлифига боғлиқ. Айни вақтда мамлакатимиздаги банк секторида давлат улуши юқори эканлиги факт. Мазкур ҳолатда тижорат банклари инвестицион фаоллик орқали юқори иқтисодий самарадорликка эриша олмапти. Ҳисоб-китобларга кўра 2022 йил 9 ойлик якунларига кўра давлат улуши мавжуд банкларнинг умумий капитали 60,3 трлн. сўмни ташкил этиб, уларнинг соф фойдаси 3,9 трлн. сўмга етган. Натижада, 2022 йилдаги учта чорак бўйича

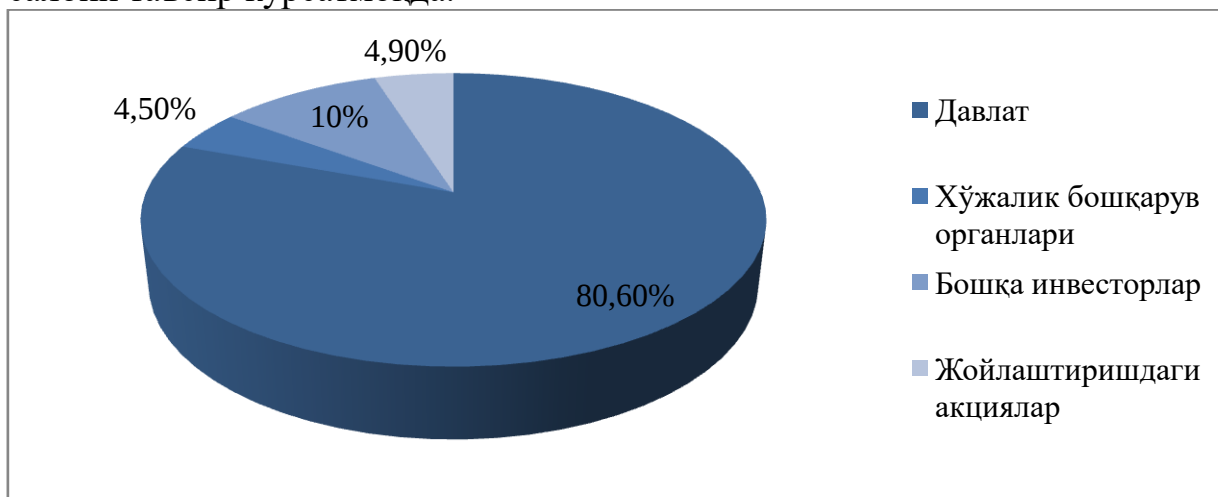
давлат иштирокидаги тижорат банклари капитал рентабеллиги ўртача 6,5 фоизга тенг бўлган. Хусусий тижорат банкларида эса бу кўрсаткич 20,3 фоизни ташкил этган. Бундан ҳам кўринадики давлат бизнесда аксарият ҳолатларда муваффақиятли фаолият юрита олмайди. Шу боисдан ҳам мазкур секторга хусусий инвесторларнинг, хусусан хорижий инвесторларнинг иштироки ниҳоятда муҳим. Банк секторида миллий ва хорижий инвесторларнинг фаоллиги соҳада соғлом рақобат муҳитининг шаклланишига, бу ўз навбатида тараққиётга бевосита хизмат қилади. Чунки бу соҳада ҳам хусусий сектор, ҳам хорижий инвесторларнинг фаоллиги таъминланиши тижорат банкларининг инновацион ривожланишини таъминлайди.

Давлат иштирокидаги тижорат банкларини хусусийлаштириш кун тартибидаги долзарб масала эканлиги Хорижий инвесторлар кенгашида яна бир бор таъкидланди. Шунини алоҳида қайд этишимиз лозимки, бунда давлат улушини миллий фонд бозорида оммавий савдоларга қўйиш орқали ҳам хусусийлаштиришни амалга оширишимиз мумкин. Фақат бунинг учун тижорат банклари инвестицион жозибадорлигини ошириш лозим бўлади. Инвестицион жозибадорликни ошириш эса бир кунлик вазифа ҳамда бир кунда эришиладиган натижа эмас. Айни вақтда давом этаётган рақамли трансформация жараёнида тижорат банклари аввало ноликвид ва даромад келтирмайдиган активлардан тезроқ қутулиши ҳамда энг асосийси тижорат фаолияти билан шуғулланиши лозим бўлади. Бошқа томондан платформа орқали рақамли банк хизматларини кенгайтириш ва операцион харажатларини камайтириш натижасида фойдани максималлаштиришга интилишлари, пировардида акциядорларга инфляциядан юқори бозор даромадлилиги асосида мунтазам дивидендлар тўлашга ўтишлари шарт ҳисобланади. Келтирилаётган жиҳатларнинг амалга ошиши 2022-2026 йилларга мўлжалланган Янги Ўзбекистон тараққиёт стратегиясида белгиланган давлат улушига эга тижорат банкларида трансформация жараёнларини якунлаб, 2026 йил якунига қадар банк активларида хусусий сектор улуши 60 фоизгача чиқариш устувор вазифаси ижросини таъминлаш имконини беради.

Хорижий инвесторлар кенгашида Президентимиз томонидан кўтарилган яна бир масала самарали фонд бозорини шакллантириш масаласидир. Айнан фонд бозорини ривожлантириш истикболда тижорат банклари фаолиятини ривожланиши учун ҳам муҳим аҳамият касб этади. Чунки иқтисодий молиялаштиришда кредит бозори ва фонд бозори

Ўртасида кескин рақобатнинг юзага келиши ҳар иккала соҳанинг рақобатда устунликка интилиши орқали ривожланишни таъминлайди. Бундан эса миллий ишлаб чиқарувчи, яъни капитал зарур бўлган томон арзон капитал жалб қилиш имконига эга бўлади. Шу боисдан иқтисодиётни молиялаштириш нуқтаи назаридан молия бозорининг биржа моделини танлаган мамлакатларда банк тизими ҳам юқори даражада ривожланган. Ёки аксинча иқтисодиётни банк воситасида молиялаштирувчи мамлакатларда ҳам фонд биржалари тўлиқ рақобатчи сифатида ривожланганлигини қайд этиб ўтишимиз лозим.

Энди бевосита республикамызда фонд бозорини ривожлантириш масаласига эътибор қаратадиган бўлсак, айтиш мумкинки иқтисодиётда давлат иштирокининг юқорилиги эмитентларнинг фонд бозоридаги фаоллигига салбий таъсир кўрсатмоқда.



1-расм. Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятлари акциядорлари таркиби. (фоизда) [8]

Тақдим этилган таҳлилий маълумотдан кўриш мумкинки, Ўзбекистондаги акциядорлик капиталининг 80,6% улуши давлатга тегишли. Айнан шу нуқтаи назардан, иқтисодиётда давлат улушини камайтириш ва хусусийлаштиришни янада чуқурлаштириш асосий мақсадлардан бири сифатида Хорижий инвесторлар кенгашида тилга олинди. Алоҳида қайд этиш керакки, стратегик аҳамиятга эга корхоналарни аниқ белгилаган ҳолда уларда давлат иштирокини сақлаб қолиш лозим. Шунингдек, юқори рентабелли давлат иштирокидаги масъулияти чекланган жамиятларни акциядорлик жамиятларига айлантириш ва улардаги давлат акция пакетини

фонд бозорига олиб чиқиш мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз. Мазкур амалиётда битта акция битта лот тартибида сотиб олиш мумкин бўлган акциялар сони бўйича юқори чегарани белгилаш орқали оммавий савдоларни ташкил этиш кенг миқёсда аҳолининг ҳам фонд бозорига жалб қилинишига имкон беради. Бу орқали юқори талабни юзага келтириш хусусийлаштириш баҳосининг ошишига ҳам хизмат қилади. Худди шундай амалиётларни акциядорлик жамиятларидаги давлат эгалигидаги акция пакетлари бўйича ҳам қўллаш лозим. Натижа эса бунда соф корпоратив бошқарув ривожланиши орқали аҳолида мулкдорга айланиш ва даромадларини ошириб бориш орқали турмуш фаровонлигини оширишга имкон беради.

Таъкидлаш лозимки, фонд бозори ривожланишида хусусий корпоратив эмитентлар фаоллиги ниҳоятда муҳим. Бунинг учун эса улар йириклашиб бориши лозим. Ўзбекистонда бизнеснинг микробизнес, кичик бизнес ва ўрта бизнес тоифалари жорий этилаётганлиги аҳамиятли, албатта. Айнан мазкур тоифалар орқали бизнес субъектлари йириклашиб боради ва истиқболда глобал рақобатга кириша олади. Бошқа томондан бизнеснинг йириклашуви нуқтаи назаридан масъулияти чекланган жамиятларнинг акциядорлик жамиятларига айланиши ҳам муҳим ҳисобланади. Гарчи акциядорлик жамиятлари устав капиталига минимал талаб бекор қилинган, корпоратив бошқарувнинг мураккаб тузилмаси соддалаштирилаётган бўлсада амалиётда масъулияти чекланган жамиятларнинг акциядорлик жамиятига айланиши сўнгги йилларда деярли кузатилмаяпти. Бунга акциядорлик жамиятлари молиявий ҳисоботларини халқаро стандартлар асосида трансформация қилиш каби мураккаб талабларнинг жорий қилинганлиги салбий таъсир кўрсатмоқда. Чунки янги ташкил этилган ёки ташкилий-ҳуқуқий шаклини ўзгартириш орқали ташкил этилган акциядорлик жамиятлари олдида ҳисоботлар трансформацияси каби мураккаб талабларнинг қўйилиши ортиқча харажатларга сабаб бўлмоқда. Бу жиҳат ўз-ўзидан янги акциядорлик жамиятлари ташкил этилишига ва фонд бозори ривожига салбий таъсир кўрсатмоқда. Қачонки халқаро молия бозорига чиқиш вақтида молиявий ҳисоботлар трансформацияси бизнес учун кўпроқ натижа келтиради, деб ҳисоблаймиз.

Фонд бозори бугун хорижий инвесторлар ўз мамлакатини тарк этмасдан туриб хорижий давлатлардаги бизнес субъектларига тўғридан-тўғри инвестиция киритиш имкониятини тақдим этувчи майдондир. Лекин республикамиздаги фонд биржалари орқали бу амалиётни амалга ошириш имкониятлари ниҳоятда чегараланган. Чунки хорижий ва миллий

инвесторларнинг масофадан туриб брокерлик ҳисобрақамлари очиш ва фонд бозори орқали акциядорлик жамиятларига инвестиция киритиш имкониятлари ҳали тақдим этилмаган. Келтирилган жиҳат асосида яқин истиқболда бу масалани ижобий ҳал қилиш қўйилган мақсадга эришишда муҳим қадамлардан бири бўлади.

Бугунги кундаги жаҳондаги тенденция шуни кўрсатмоқдаки, хорижий фонд биржаларида молиявий инструментларнинг юзлаб турлари амал қилмоқда. Тошкент республика фонд биржасида эса оддий ва имтиёзли акциялар ҳамда қисман корпоратив облигациялар жойлаштирилган. Жаҳон иқтисодиётида эса иқлим ўзгаришларидан келиб чиққан ҳолда глобал яшил тараққиётга интилиш нуктаи назаридан сўнгги йилларда яшил облигациялар ҳам муомалага чиқариш, жойлаштириш ва жалб қилинган капитални яшил лойиҳаларга йўналтиришга алоҳида эътибор қаратилмоқда.

Хулоса ва таклифлар

Бугун жаҳон иқтисодиётида рақамли иқтисодиёт устуворлик касб этаётган бир вақтда миллий фонд бозори ва унинг профессионал иштирокчилари фаолиятида рақамли иқтисодиёт устуворликларидан самарали фойдаланилмоқда, дея фикр билдира олмаيمиз. Бугунги кунда савдо платформалари фаолиятини кенгайтириш, листинг талабларини қайта кўриб чиқиш, мобил иловалар орқали савдо имкониятларини яратиш кабилар талаб этилади. Шунингдек, биринчи навбатда фонд бозори вебсайти орқали сониялик савдо натижалари, эмитентлар фаолияти борасидаги ахборотлар очиклиги ва тезкорлиги масаласи ҳам ҳал қилиниши лозим бўлган муҳим вазифалардандир.

Юқорида келтирилган жиҳатлар асосида республикаимизда фонд бозорини ривожлантириш орқали иқтисодий тараққиётни янада жадаллаштиришга хизмат қиладиган хулоса ва таклифларимиз қуйидагича:

Биринчидан, институционал инвесторлар фаолиятини кенгайтириш, эмитентлар бўйича чекловларни бартараф этиш мақсадида қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонунчилик ҳужжатларини такомиллаштириш зарур.

Иккинчидан, давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари юқори ликвидли қимматли қоғозларини очик жойлаштириш лозим. Бунда оммавий таклифлар орқали аҳолини ҳам акциядорга айлантириш масалаларига алоҳида эътибор қаратиш мақсадга мувофиқ.

Учинчидан, институционал инвесторлар сифатида банклар томонидан маълум чегаралар доирасида қимматли қоғозлар, хусусан акциялар билан муносабатларга рухсат бериш лозим.

Тўртинчидан, қимматли қоғозлар турларини кенгайтириш лозим. Бунда яшил облигациялар, яшил сукук, инфратузилма облигациялари, имтиёзли акциялар муомаласига эътибор қаратиш алоҳида аҳамиятга эга ҳисобланади.

Бешинчидан, корпоратив облигациялар бозорини ривожлантириш орқали истиқболда инвесторлар ишончини қозониш, ундан кейин эса акциялар бозори кўламини кенгайтириш мақсадга мувофиқ.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. F.Mishkin, S.Eakins. Financial Markets and Institutions. 9th Edition. USA: Pearson, 2017. - 704 p.
2. J.Madura. Financial Markets and Institutions. 12th Edition. USA: CengageLearning, 2018. – 784 p.
3. Б.Рубцов. Современные фондовые рынки. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 926 с.
4. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: новые горизонты. <https://finance.uz/index.php/ru/fuz-menu-economy-ru/4502-igor-butikov-rynok-tsennykh-bumag-uzbekistana-novye-gorizonty>
5. Халиков У. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. PhD илмий даражасини олиш учун бажарилган диссертация иши автореферати. – Т.: БМА, 2017.
6. Худойкулов Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш. PhD илмий даражасини олиш учун бажарилган диссертация иши автореферати. – Т.: БМА, 2018.
7. Хўжамуродов А. Иқтисодийни модернизациялаш шароитида фонд бозори инфратузилмасини такомиллаштириш. PhD илмий даражасини олиш учун бажарилган диссертация иши автореферати. – Т.: БМА, 2019.
8. Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятлари акциядорлари таркиби. <http://www.deponet.uz/>