



XUSHVAQOV I.M.

**KAPITAL BOZORIDA
OBLIGATSIYALAR MUOMALASINI
SAMARALI TASHKIL ETISH
YO'LLARI**

MONOGRAFIYA

**O‘ZBEKISTON RESPUBLIKASI
OLIY TA’LIM, FAN VA INNOVATSIYALAR VAZIRLIGI
TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**

XUSHVAQOV I.M.

**KAPITAL BOZORIDA OBLIGATSIYALAR MUOMALASINI
SAMARALI TASHKIL ETISH YO‘LLARI**

MONOGRAFIYA

TOSHKENT-2025

UO‘K: 336.767.3

KBK: 65.262.2

Xushvaqov I.M., “Kapital bozorida obligatsiyalar muomalasini samarali tashkil etish yo‘llari” // Monografiya. - T.: “PUBLISHING HIGH FUTURE” OK nashriyoti, 2025. – 131 bet.

Ushbu monografiya O‘zbekiston Respublikasida kapital bozori orqali, xususan, obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurslarni jalb qilish masalalariga bag‘ishlangan bo‘lib, bu jarayonning nazariy asoslari, amaliy holati va rivojlanish istiqbollari keng qamrovli tahlil qilinadi. Tadqiqotda korporativ va davlat obligatsiyalari bozorining tarkibiy tuzilmasi, funksional imkoniyatlari, ishtirokchilari va ularning o‘zaro munosabatlari tahlil qilinadi. Shuningdek, obligatsiyalar orqali investitsiyalarni jalb qilishning mavjud mexanizmlari, tartibga soluvchi me‘yoriy-huquqiy baza, xalqaro amaliyotda qo‘llanilayotgan ilg‘or tajribalar va ularni milliy amaliyotda qo‘llash imkoniyatlari yoritilgan. Monografiyada kapital bozori orqali moliyalashtirish mexanizmlarining samaradorligiga ta’sir ko‘rsatuvchi asosiy omillar, risklar va cheklovlar aniqlanib, obligatsiya chiqarish jarayonida yuzaga keladigan muammolar bo‘yicha taklif va tavsiyalar ishlab chiqilgan. Xususan, yashil obligatsiyalar, infratuzilma obligatsiyalari kabi innovatsion moliyaviy vositalar, ularning afzalliklari va ularni O‘zbekistonda joriy etish istiqbollari alohida o‘rganilgan.

Mazkur ilmiy tadqiqotdan olingan natijalar va xulosalar, shuningdek, olib borilgan tahlillar ushbu sohada faoliyat yuritayotgan professor-o‘qituvchilar, doktorantlar va mustaqil izlanuvchilar, talabalar va magistrantlar, shuningdek, amaliyotchi mutaxassislar va kapital bozoriga qiziquvchi o‘quvchilar doirasida foydalanilishi mumkin.

Mas’ul muharrir: N.Sh. Shavkatov – Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, iqtisodiyot fanlari doktori (DSc), dotsent.

Taqrizchilar: S.E.Elmirzaev – Bank-moliya akademiyasi, iqtisodiyot fanlari doktori., professor;

A.I.Karimov – Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, iqtisodiyot fanlari doktori (DSc), dotsent.

Ushbu monografiya Toshkent davlat iqtisodiyot universitetining 2025-yilning 30-maydagi universitet kengashida muhokama qilingan va №10/4.7– sonli qarori bilan muhokamaga tavsiya etilgan.

ISBN: 978-9910-571-11-4

©“PUBLISHING HIGH FUTURE” OK, 2025

© Xushvaqov I.M., 2025

MUNDARIJA

	KIRISH.....	3
	MOLIYAVIY RESURS JALB ETISHDA	
I BOB.	OBLIGATSIYALARDAN FOYDALANISHNING NAZARIY-IQTISODIY ASOSLARI.....	7
1.1 §	Obligatsiyalarning iqtisodiy mohiyati va o‘ziga xos xususiyatlari...	7
1.2 §	Obligatsiyalar bozori faoliyati va savdolarini tashkil etish mexanizmlari.....	17
1.3 §	Moliyaviy resurslar jalb etishda obligatsiyalardan foydalanishning xorijiy mamlakatlar tajribasi.....	27
	Birinchi bob bo‘yicha xulosa.....	38
II BOB.	OBLIGATSIYALAR VOSITASIDA MOLIYAVIY RESURLAR JALB QILISH AMALIYOTI TAHLILI.....	40
2.1 §	Mamlakatimizga obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs jalb qilish amaliyoti tahlili.....	40
2.2 §	Milliy korporativ tuzilmalarning obligatsiyalar bozoridagi ishtiroki tahlili.....	56
2.3 §	Xalqaro kapital bozorida obligatsiyalar savdosi tahlili.....	79
	Ikkinchi bob bo‘yicha xulosa.....	88
III BOB.	KAPITAL BOZORI ORQALI OBLIGATSIYALAR VOSITASIDA MOLIYAVIY RESURS JALB QILISHNI SAMARALI TASHKIL ETISH YO‘LLARI.....	90
3.1 §	Milliy iqtisodiyotimizga obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs jalb etishdagi muammolar va ularni bartaraf etish yo‘nalishlari.....	90
3.2 §	Kapital bozori orqali obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs jalb etishni takomillashtirish istiqbollari	108
	Uchinchi bob bo‘yicha xulosa.....	123
	XULOSA.....	125
	FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO‘YXATI.....	127

KIRISH

Jahonda kapital bozori imkoniyatlaridan foydalangan holda obligatsiyalar orqali moliyaviy resurslar jalb qilishni takomillashtirish va soddalashtirish, shuningdek, jalb qilingan moliyaviy resurslardan samarali foydalanishga alohida e'tibor qaratilmoqda. Obligatsiyalar bozori davlat va iqtisodiyotning real sektori uchun eng muhim moliyaviy qarz manbalaridan biri hisoblanadi. Obligatsiyalar bozorida moliya bozorining boshqa tarkibiy segmentlariga nisbatan sezilarli darajadagi yuqori kapital aylanmasi hisobga olinadi. Qimmatli qog'ozlar va moliya bozori assotsiatsiyasi (SIFMA) ma'lumotlariga asosan "2022-yil oxirida muomaladagi korporativ va davlat obligatsiyalarning umumiy miqdori 129,8 trillion AQSh dollarini, jahon aksiyalar bozorining kapitallashuvi esa 101,2 trillion AQSh dollarini tashkil etgan"¹ligi boshqa moliyaviy instrumentlarga nisbatan obligatsiyalar orqali moliyaviy resurs jalb qilishda keng imkoniyatlar mavjud ekanligidan dalolat beradi. Jahon moliya bozoridagi ko'rsatkichlar iqtisodiyotga arzon va uzoq muddatli kapitalni jalb qilishda, moliyaviy instrumentlarni diversifikatsiya qilish va kapital tarkibini optimallashtirishda obligatsiyalardan foydalanish dolzarb ekanligini ko'rsatmoqda.

Jahonda Kapital bozorida obligatsiyalar muomalasini samarali tashkil etish yo'llariga qaratilgan keng qamrovli ilmiy tadqiqot ishlari va izlanishlar amalga oshirib kelinmoqda. Ushbu tadqiqotlarda investorlarning foydalanishda bo'lmagan moliyaviy mablag'larini qulay usulda jalb qilish, moliyaviy qarorlar qabul qilishning ilmiy asoslarini takomillashtirish, kapital tarkibi va bahosini minimallashtirish zaruriyati, moliyaviy instrumentlarni kengaytirish kabi masalalar qamrab olingan. Biroq mazkur tadqiqotlarda obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurslar jalb qilishni samarali tashkil etishda mavjud muammolar hamda obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurslar jalb qilishning yangi imkoniyatlaridan foydalanishga qaratilgan dolzarb masalalar yetarlicha o'rganilmagan. Mazkur masalalar o'z-o'zidan kapital bozoridan obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs

¹ Qimmatli qog'ozlar va moliya bozori assotsiatsiyasi. (SIFMA). Capital Markets Fact Book, 2023. <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2023/07/CM-Fact-Book-2023-SIFMA.pdf>.

jalb qilish amaliyotini samarali tashkil etish masalalari yuzasidan olib boriladigan tadqiqotning dolzarbligini belgilaydi.

O'zbekistonda iqtisodiyotni moliya bozori instrumentlari vositasida moliyalashtirish davlatning iqtisodiy siyosatining ustuvor yo'nalishi sifatida belgilanib, kapital bozori yordamida moliyaviy mablag'larni jalb qilishni qo'llab-quvvatlash, kapital bozoriga moliyaviy salohiyati yaxshi bo'lgan yuridik va jismoniy shaxslarni jalb etish orqali bozor qatnashchilari sonini kengaytirishga a'lohida e'tibor qaratilmoqda. Respublikamizda qimmatli qog'ozlar bozori savdolari tarkibida obligatsiyalardan foydalanish darajasining past ekanligini hisobga olib undagi mavjud imkoniyatlardan samarali foydalanish bo'yicha tizimli ishlar amalga oshirilmoqda. Xususan, "Iqtisodiyotda moliyaviy resurslarni ko'paytirish maqsadida kelgusi 5 yilda fond bozori aylanmasini 200 million AQSh dollaridan 7 milliard AQSh dollariga yetkazish"²da O'zbekiston kapital bozorida moliyaviy instrumentlar harakatining tezlashishi va to'g'ri moliyalashtirish mexanizmlarini qo'llash, moliyaviy resurslarni diversifikatsiyalash talab etiladi. Bu esa Kapital bozorida obligatsiyalar muomalasini samarali tashkil etish yo'llariga doir ilmiy tadqiqotlarni keng doirada amalga oshirish zaruriyatini belgilaydi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-son "2022–2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida", 2023-yil 11-sentyabrdagi PF-158-son "O'zbekiston — 2030" strategiyasi to'g'risida, 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida", 2020-yil 27-oktyabrdagi PF-6096-son "Davlat ishtirokidagi korxonalarni isloh qilishni jadallashtirish hamda davlat aktivlarini xususiylashtirishga oid chora-tadbirlar to'g'risida" Farmonlari hamda O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrdagi PQ-291-son "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida", 2022-yil 17-yanvardagi PQ-90-son "Kapital bozorini qo'llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo'shimcha

² O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-sonli "2022 – 2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida"gi Farmoni.

chora-tadbirlar to'g'risida", 2015-yil 21-dekabrdagi PQ-2454-son "Aksiyadorlik jamiyatlariga xorijiy investorlarni jalb qilish borasidagi qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida"gi Qarorlari, Vazirlar Mahkamasining 2019-yil 26-apreldagi 358-son "Fond birjasida aksiyalarning birlamchi va ikkilamchi ommaviy takliflarini o'tkazishni tashkil etish to'g'risida"gi Qarorlari, shuningdek, ushbu sohaga taalluqli boshqa me'yoriy huquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishda mazkur dissertatsiya ishi muayyan darajada xizmat qiladi.

I BOB. MOLIVAVIY RESURS JALB ETISHDA OBLIGATSIYALARDAN FOYDALANISHNING NAZARIY-IQTISODIY ASOSLARI

1.1 § Obligatsiyalarning iqtisodiy mohiyati va o'ziga xos xususiyatlari

Xalqaro kapital bozori barcha sohalarga kam foizli, minimal xarajat talab etadigan, samarali, hamda ommabop tarzda moliyaviy resurs jalb qilish kerakligini ko'rsatmoqda. Moliyaviy resurs jalb qilish borasida bu kabi talablarga javob beradigan instrumentlardan biri sifatida obligatsiyalarni keltirishimiz mumkin. Ya'ni obligatsiyalar qarz munosabatlarida an'anaviy qoidalarga amal qilgan holda moliyaviy resurs jalb qilishning raqobatbardosh shakllaridan biridir. "Hozirgi kunda dunyo bo'yicha obligatsiyalarning fond bozoridagi yillik emissiya hajmi boshqa muqobil manbalar hisobidan ajratiladigan xalqaro kredit va moliyaviy resurslarning deyarli yarmini tashkil qilmoqda"³. Shu jihatdan olib qaralganda, obligatsiya emissiyasi orqali qarz resurslarini jalb qilish moliya bozorida ahamiyatliligi yuqori bo'lgan usullardan biri deyish mumkin.

Obligatsiyaning lug'aviy ma'nosiga e'tibor qaratadigan bo'lsak, "obligatsiya" lotinchadan tarjima qilinganda "majburiyat" degan ma'noni bildiradi. Obligatsiyani qimmatli qog'oz sifatida turli manbalarda bir-biriga yaqin mazmundagi ta'riflar bilan ifodalanganligini ko'rish mumkin.

Taniqli iqtisodchi Frank J. Fabozzi obligatsiyaga "obligatsiya - bu emitentdan investorga qarzga olingan summani va foizlarni ma'lum vaqt ichida qaytarishni talab qiladigan qarz hujjati"⁴ deb ta'rif bergan. Mazkur ta'rifda qarz, foiz va vaqt tushunchalari obligatsiya munosabatlarining obyekt sifatida olingan.

Ingliz iqtisodchi olimlaridan E.F.Brigham va J.F.Houston obligatsiyaga quyidagicha ta'rif keltirishgan: "Obligatsiya uzoq muddatli shartnoma bo'lib, unga ko'ra qarz oluvchi obligatsiya egalariga ma'lum sanalarda foizlar va asosiy qarzni to'lashga rozi bo'ladi"⁵ deb ta'rif bergan hamda obligatsiyalar uzoq muddatli qarz kapitalini qidirayotgan korporatsiyalar va davlat idoralari tomonidan chiqariladigan moliyaviy instrument ekanligini ta'kidlab o'tishgan.

³ <https://data.worldbank.org>

⁴ Frank J. Fabozzi. Bond makets, analysis, and strategies. – 6th edition. 2007.

⁵ Eugene F.Brigham, Joel F.Houston. Fundamentals of Financial Management. – 8th edition. 2013.

Obligatsiyaga berilgan turlicha ta'riflar⁶

№	Manba	Ta'rif	Asosiy e'tibor qaratilgan element
1	Frank J. Fabozzi. Bond makets, analysis, and strategies. – 6th edition. 2007.	obligatsiya - bu emitentdan investorga qarzga olingan summani va foizlarni ma'lum vaqt ichida qaytarishni talab qiladigan qarz hujjati	vaqt va qaytarishlilik
2	Eugene F.Brigham, Joel F.Houston. Fundamentals of Financial Management. – 8th edition. 2013.	obligatsiya uzoq muddatli shartnoma bo'lib, unga ko'ra qarz oluvchi obligatsiya egalariga ma'lum sanalarda foizlar va asosiy qarzni to'lashga rozi bo'ladi	shartnomaviylik
3	Frederic S. Mishkin. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 11th Edition. Pearson, 2016.	obligatsiyalar - bu emitentning investor oldidagi qarzini ifodalovchi qimmatli qog'ozlar	qarz munosabati
4	S.E.Elmirzayev va boshqalar “Moliya bozori” darslik Toshkent “Iqtisod-Moliya” 2019-yil.	obligatsiya – uni chiqargan shaxs va egasi o'rtasidagi qarz munosabatni tasdiqlovchi qimmatli qog'izdir	qarz munosabati
5	Butikov I.L. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. - T.: Konsauditinform, 2001.	obligatsiya (lotincha <i>obligatio</i> so'zidan, majburiyat) – bu uning egasiga qarz berganligidan guvohlik beruvchi va unga ushbu qimmatli qog'ozning nominal qiymatini unda ko'rsatilgan muddatda belgilangan (qat'iy) foiz to'langan holda qoplash majburiyatini tasdiqlovchi qimmatli qog'ozdir	belgilangan foizli daromad
6	A.T.Alikulov Fond bozori orqali kapital oqimini oshirish: nazariya, amaliyot va istiqbollar. Monografiya. Qarshi. “Intellect” nashriyoti, 2021.	obligatsiyalar emitentni belgilangan muddatda, odatda foizlar bo'yicha davriy to'lovlar bilan to'lash majburiyatini yuklaydigan qimmatli qog'oz	davriy to'lovlilik
7	O'zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida”gi Qonuni 2015-yil 15-may.	obligatsiya – emissiyaviy qimmatli qog'oz bo'lib, u obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda tutilgan muddatda olishga, obligatsiyaning nominal qiymatidan qat'iy belgilangan foizni olishga bo'lgan huquqini yoxud boshqa mulkiy huquqlarini tasdiqlaydi	huquqiylik

Obligatsiya atamasiga o'zbek iqtisodchi olimlari ham o'z yondashuvlariga ko'ra ta'rif keltirib o'tishgan. Xususan, S.E.Elmirzayev va boshqalar tomonidan tayyorlangan “Moliya bozori” darsligida “obligatsiya – uni chiqargan shaxs va

⁶ Jadval iqtisodiy adabiyotlar asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

egasiga o'rtasidagi qarz munosabatni tasdiqlovchi qimmatli qog'ozdir"⁷ deb obligatsiyaga qisqacha va lo'nda ta'rif keltirilgan. Yuqoridagi ta'rif obligatsiya nima ekanligi to'g'risida tushuncha hosil qilish uchun yetarli hisoblanadi. Shu o'rinda bu ta'rifning Frederic S.Mishkin va Stanley G.Eakinslarning obligatsiyaga bergan ta'rifiga o'xshash ekanligini aytishimiz mumkin. Federik S.Mishkin va Stanley G.Eakinslar obligatsiyaga "obligatsiyalar-bu emitentning investorga qarzini ifodalovchi qimmatli qog'ozlardir"⁸ deb ta'rif berishgan. Shu nuqtayi nazardan, yuqoridagi ikki ta'rifni mazmunan bir biriga yaqin holda keltirilgan deyish mumkin. Chunki ikkala ta'rifda ham obligatsiya iqtisodiy jihatdan qarz munosabati orqali namoyon bo'luvchi qimmatli qog'oz ekanligi tushuntirilgan.

O'zbekistonlik iqtisodchi olimlardan I.L.Butikov "Qimmatli qog'ozlar bozori" darsligida obligatsiyalarga quyidagicha ta'rif bergan: "obligatsiya (lotincha obligatio so'zidan, majburiyat) – bu uning egasiga qarz berganligidan guvohlik beruvchi va unga ushbu qimmatli qog'ozning nominal qiymatini unda ko'rsatilgan muddatda belgilangan (qat'iy) foiz to'langan holda qoplash majburiyatini tasdiqlovchi qimmatli qog'ozdir"⁹. I.L.Butikov tomonidan berilgan ta'rif obligatsiyani mazmunan uning mohiyatini tushunishga yordam bergan deyishimiz mumkin. Ushbu ta'rifda obligatsiyaning kelib chiqishi, xususiyatlari va iqtisodiy mazmuni yoritib berilgan. Ammo mazkur ta'rif asosan kuponli obligatsiyalarni va boshqa obligatsiyalarning ba'zi asosiy xususiyatlarini o'zida mujassamlashtirgan deb hisoblaymiz. Chunki ta'rifda "belgilangan (qat'iy) foiz to'langan" jumlasini mavjud bo'lib, kuponsiz yoki boshqa obligatsiyalar uchun ushbu jihat umumiy emas.

Fond bozori orqali kapital oqimini oshirish bo'yicha ilmiy izlanishlar olib borgan A.T.Alikulov ham o'z ilmiy ishlarida "obligatsiyalar emitentni belgilangan muddatda, odatda foizlar bo'yicha davriy to'lovlar bilan to'lash majburiyatini yuklaydigan qimmatli qog'oz"¹⁰ ekanligini ta'kidlab o'tgan. Mazkur ta'rifda

⁷ S.E.Elmirzayev va boshqalar "Moliya bozori" darslik Toshkent "Iqtisod-Moliya" 2019-yil.

⁸ Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. "Financial markets and institutions" 9th Edition,. – Pearson, 2018.

⁹ Butikov I.L. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. - T.: Konsauditinform, 2001.

¹⁰ A.T.Alikulov Fond bozori orqali kapital oqimini oshirish: nazariya, amaliyot va istiqbollari. Monografiya. Qarshi. "Intellekt" nashriyoti, 2021.

obligatsiyaning muddatliligi va u bo'yicha to'lovlarning davriy ravishda amalga oshirilishiga e'tibor qaratilganligini hisobga olib obligatsiyalarning takomillashgan xususiyatlari ta'kidlangan deyish mumkin.

Qonun hujjatlariga nazar tashlaydigan bo'lsak, "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonunining 3-moddasida obligatsiya quyidagicha tushuntirilgan: "obligatsiya – emissiyaviy qimmatli qog'oz bo'lib, u obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda tutilgan muddatda olishga, obligatsiyaning nominal qiymatidan qat'iy belgilangan foizni olishga bo'lgan huquqini yoxud boshqa mulkiy huquqlarini tasdiqlaydi"¹¹. Ko'rinib turibdiki ilmiy adabiyotlar va qonunchilikdagi ta'riflar bir birini inkor etmasada ular o'rtasida farqli jihatlar mavjud. Fikrimizcha qonunchilikda biroz kengroq ma'lumot berilishi bilan unda ochiqatlanmagan jihatlar ham mavjud. Masalan obligatsiyalarga berilgan ta'rifning oxirgi "yoxud boshqa mulkiy huquqlarni tasdiqlaydi" jumlasida aynan qanday huquqlar ekanligini tushuntirilib o'tilmagan. Obligatsiya bilan bog'liq munosabatlarda subyektlar o'rtasida turli ko'rinishda kelishmovchilik va tushunmovchiliklar yuzaga kelmasligi uchun ushbu jarayonlar aniqlashtirilishi lozim hisoblanadi. (1.1-jadval.)

Yuqoridagilarni hisobga olgan holda, fikrimizcha, "obligatsiyalar o'zida qarz majburiyatini ifodalovchi o'zining xususiyatidan kelib chiqqan holda egasiga daromad keltiruvchi hamda ma'lum darajada risklari mavjud bo'lgan qimmatli qog'oz" deb ta'rif keltirish maqsadga muvofiq. Chunki yuqoridagi obligatsiyalarga nisbatan qo'llanilgan bir qancha ta'riflarda nominaliga ko'ra belgilangan foiz (kupon) ko'rinishida daromad keltirilishi ta'kidlangan. Ammo jahon amaliyotida aynan kupon ko'rinishida daromad keltirmaydigan, kuponsiz, narxi tovar bilan qoplanadigan, yutuqli obligatsiya turlari ham mavjud. Shu nuqtayi nazardan, obligatsiyalarga nisbatan uning qarz majburiyatini ifodalashini asosiy xususiyat sifatida keltirish maqsadga muvofiq. Obligatsiyalar moliyaviy instrument sifatida iqtisodiyotga kirib kelgandan buyon u bilan bog'liq moliyaviy munosabatlarning

¹¹ O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonuni 2015-yil 15-may.

takomillashuvi bilan unga nisbatan berilgan ta'riflar ham o'zgarib bormoqda. Dastlab obligatsiyalar qarz munosabatini ifodalovchi va o'zidan foiz ko'rinishida daromad keltiruvchi qimmatli qog'oz sifatida namoyon bo'lgan bo'lsa, keyinchalik obligatsiyalarning yangi turlari paydo bo'lishi bilan unga nisbatan bildirilgan fikrlar o'zgarib borgan. Shu o'rinda ta'kidlash lozimki, obligatsiya dastlabki evolyutsiyasidan boshlab bugungi kungacha o'z turlari va xususiyatlarini yangilab borayotgan qimmatli qog'oz hisoblanadi. Masalan eng ommabop qimmatli qog'oz hisoblangan aksiyada ham yaqin yillarda turlari bo'yicha o'zgarish kuzatilmagan. Ammo "yashil", "ko'k", "sukuk" kabi obligatsiyalar moliya bozoriga yangi hisoblangan obligatsiyalarning turlari sifatida oxirgi 10-20 yil ichida kirib kelgan.

Obligatsiyalarning paydo bo'lish tarixiga nazar tashlaydigan bo'lsak, u VII-X asrlarda Xitoyda paydo bo'lgan degan qarashlar mavjud. Rossiyalik iqtisodchi olim S.Z.Moshenskiy "Italiyalik savdogarlar vekseldan keng foydalanishni boshlagan vaqtlarda, shunga o'xshagan qarz majburiyatlari Arab davlatlarida keng qo'llanayotgan vaqtlardan ham oldinroq bu kabi qimmatli qog'ozlar Xitoyda Tan sulolasi davrida VII-X asrlarda paydo bo'lgan"¹² ligini o'z ilmiy izlanishlarida ta'kidlab o'tgan. Xitoyda aynan shu davrlarda pulning qog'oz shakli iqtisodiyotda o'z mavqeyini mustahkamlab kredit - qarz munosabatlarining rivojlanishiga asos bo'lgan.

S.Z.Moshenskiy obligatsiyalar paydo bo'lishi va tarixi xususida ham izlanishlar olib borgan. "Davlat obligatsiyalariga o'xshash xususiyatga ega bo'lgan birinchi moliyaviy instrumentlar Xitoyda Sun sulolasi davrida XII asrda ishlatila boshlangan, ayni shu davrda Venetsiya va Italiyaning boshqa shaharlarida ham undan foydalanilgan"¹³. Demak, Xitoyda VII-X asrlarda birinchilardan bo'lib turli ko'rinishdagi qimmatli qog'ozlar foydalanilgan bo'lsa, aynan obligatsiya vositalari ham XII asrda ushbu davlatda paydo bo'lganligi haqida xulosa qilinishi mumkin. Keyinchalik Yevropa mamlakatlarida moliyaviy munosabatlarning rivojlanishi natijasida fond bozorlarining tashkil etildi va obligatsiyalar bu bozorlarning asosiy savdo instrumentlaridan biri bo'lib qo'llanila boshlandi.

¹² С.З.Мошенский. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы/ - Москва: <Экономика>, 2010.239с.

¹³ С.З.Мошенский. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы/ - Москва: <Экономика>, 2010.239с.

O'zbekiston Respublikasida obligatsiya munosabatlari paydo bo'lganligiga uzoq vaqt bo'lgani yuq. 1992-yil may oyida jismoniy shaxslar uchun dastlabki ichki yutuqli 12 foizli davlat obligatsiyalari chiqarilishi amalga oshirildi. Ammo yuqori inflyatsiya oqibatida jismoniy shaxslar ushbu obligatsiyalardan ko'zlangan daromadni olmadi va buning natijasida obligatsiyalarga nisbatan ishonchsizlik paydo bo'ldi. Obligatsiyalarining chiqarilishi bo'yicha ikkinchi bosqich 1996-yil mart oyida korxona va tashkilotlar uchun davlat tomonidan emissiya qilingan qisqa muddatli obligatsiyalar shaklida amalga oshirildi va bugungi kunda ushbu obligatsiyalar qimmatli qog'ozlar bozorining salmoqli qismini tashkil etadi.

Mamlakatimizda davlat obligatsiyalari emissiyasidan so'ng 1999-yilda korporativ obligatsiyalar savdosi bo'yicha dastlabki emissiyani "Anchor investment, Inc." (AQSH) korporatsiyasining kompyuter jihozlarini sotish, tuzatish va yig'ishga ixtisoslashgan "Naytov Networks" sho'ba korxonasi amalga oshirdi. Dastlabki korporativ obligatsiyalarning nominal qiymati bir million so'm bo'lib, 90 kunlik muddatga yillik 22 foiz stavkada 47 ta naqd foizli ko'rsatuvchi egalik qiladigan obligatsiyalar shaklida emissiya qilingan edi. Shundan so'ng mahalliy kompaniyalar ham obligatsiyalar bozorida o'z qimmatli qog'ozlarini emissiya qilishni boshladi. Dastlabki korporativ obligatsiyalarning nominal qiymati 1 mln so'm ekanligi bu ularning o'tgan davr uchun qiymati yuqori bo'lganligini anglatadi. Obligatsiyalarga nisbatan nominal qiymat belgilashda 1 mln so'm qilib belgilash hozirgi kungacha standart sifatida qaraladi. Ammo obligatsiya munosabatlarining murakkablashuvi natijasida 100 ming so'mdan 100 mln so'mgacha nominal qiymatga ega obligatsiyalar emissiya qilinmoqda. Bugungi kunda O'zbekistonda korporativ obligatsiyalarga nisbatan davlat obligatsiyalarining hajmi mahalliy kapital bozorida bir necha barobarga ustunlik qilmoqda.

Jahon kapital bozori miqyosida obligatsiyalarga oid munosabatlarining rivoj topishi, emitent va investorlar o'rtasidagi qarz munosabatlarining yangi bosqichga chiqishi obligatsiyalarning yangidan yangi turlarining paydo bo'lishiga asos bo'lmoqda (1.1-rasm).

Emitentiga koʻra					
Davlat		Munitsipal		Korporativ	Xorijiy
Muddatiga koʻra					
Qisqa (1 yilgacha)		Oʻrta (1 yildan 3,5 yilgacha)		Uzoq (5 yildan ortiq)	
Egalik qilish huquqiga koʻra					
Egasining nomi yozilgan			Koʻrsatuvchi egalik qiladigan		
Emissiya maqsadiga koʻra					
Qoʻshimcha moliyaviy mablagʻ jalb qilish maqsadida			Aniq maqsad belgilangan loyihalarni moliyalashtirish maqsadida		
Joylashtirish shakliga koʻra					
Erkin joylashtiriladigan obligatsiyalar			Qatʼiy joylashtirish shartlar asosida emissiya qilinadigan obligatsiyalar		
Nominal qoplanish sharti boʻyicha					
Nominal summa bir marta qoplanadigan		Nominal summadan ulushli toʻlovlar asosida		Obligatsiyalar umumiy sonidan izchil ravishda qatʼiy belgilangan toʻlovli obligatsiyalar (lotoreyalar, tirajli zayomlar)	
Emitent tomonidan obligatsiyalar boʻyicha turli toʻlovlar amalga oshirilishiga koʻra					
Qatʼiy belgilangan daromad keltiruvchi		Kuponsiz	Qoplash vaqtida toʻlovlar amalga oshiriladigan		Toʻlovlar kompaniya moliyaviy natijalariga bogʻliq
Kupon toʻlovlariga koʻra daromad turlari boʻyicha					
Qatʼiy belgilangan kupon stavkali	Suzib yuruvchi kupon stavkali	Kupon foiz stavkasi bir xil oshib boruvchi (indeksli)	Daromadlilik bozor bahosi nominal qiymatidan kelib chiqib belgilanuvchi	Toʻlov tanlovli	Kupon stavka yoki suzib yuruvchi stavka boʻyicha daromad toʻlanuvchi aralash turdagi
Muomala xarakteriga koʻra					
Erkin muomalada boʻladigan			Muomala doirasi chegaralangan		
Qilingan investitsiyalarning himoyalanganlik darajasiga koʻra					
Ishonchliligi yuqori obligatsiyalar			Ishonchliligi past boʻlgan spekulativ xarakterga ega obligatsiyalar		
Garov taʼminotiga koʻra					
Garovga ega boʻlgan		Garovsiz (Emitentning yuqori nufuzi hamda yuqori moliyaviy barqarorligi ostida chiqariladigan)			

1.1-rasm. Obligatsiyalarning tasnifiy turlari¹⁴

Ayrim iqtisodiy adabiyotlarda obligatsiyalarni garov ta'minoti bilan ta'minlanganligiga ko'ra "ta'minlangan" va "ta'minlanmagan" turlarga bo'linadi. Ammo qimmatli qog'ozlarning barchasi emissiya jarayonida huquqiy asosga ega

¹⁴ Iqtisodiy adabiyotlar asosida muallif tomonidan tayyorlandi.

ekanligini hisobga olsak ularni “ta’minlanmagan” deb tasnifiy turga bo’lish o’rniga “garovsiz” ya’ni emitentning yuqori nufuzi hamda yuqori moliyaviy barqarorligi ostida chiqariladigan obligatsiyalar deb nomlashni maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz. Garov va ta’minot tushunchalarini bank kreditlari orqali aniqlashtirib olishimiz mumkin. Katta miqdordagi bank kreditlari garov ta’minotisiz ajratilmaydi. Bunda garov sifatida moliyaviy aktivlar, kafillik kabilar olinadi. Ba’zi davlat dasturlari doirasida ajratiladigan imtiyozli kreditlar garovga ega bo’lmagan holda mahalliy hokimiyat idoralari tavsiyanomalari orqali ajratiladi. Bu holat garovsiz deb nomlanishi mumkin, ammo ta’minlanmagan deyish maqsadga muvofiq emas, deb hisoblaymiz. Chunki taqdim etilgan bank kreditining ta’minoti sifatida mahalliy hokimiyat organlarining kredit oluvchiga bergan maxsus tavsiyanomalari va bank krediti hisobiga olingan texnika, texnologiya, tovar va mahsulotlarni olishimiz mumkin. Obligatsiyalarning tasnifiy bo’linishiga ko’ra ko’plab turlarga ega ekanligi uning qimmatli qog’ozlar bozorida imkoniyati keng bo’lgan moliyaviy instrument ekanligidan dalolat beradi va boshqa qimmatli qog’ozlar obligatsiyalar singari ko’plab turlarga ega emas.

Obligatsiyalarning iqtisodiy mohiyati va xususiyati jihatdan boshqa qimmatli qog’ozlarga o’xshash va farqli jihatlari ham mavjud. Moliya bozorida qatnashuvchi barcha qimmatli qog’ozlar o’z investoriga daromad keltiruvchi instrument hisoblanadi. Obligatsiyalar o’z egalariga foiz, diskont, narx o’zgarishi yoki natural ko’rinishga ega bo’lgan tovar va mahsulotlar ko’rinishda daromad keltirsa, aksiyalar esa asosan dividend shaklida, shuningdek, narx o’zgarishidan ham daromad keltiruvchi moliyaviy instrument sanaladi. Obligatsiya va vekselni bir biri bilan taqqoslaydigan bo’lsak, ikkalasi ham narx jihatdan yirik miqdorda bo’lishi mumkin, amal qilish davri aniq hisoblangan bo’ladi va daromadlilikini oldindan taxmin qilish mumkin. Veksel va obligatsiyaning farqli xususiyatlariga to’xtaladigan bo’lsak, ular alohida bozor segmentlarida oldi-sotdi qilinadi. Ya’ni veksel pul bozorida obligatsiya esa kapital bozorida sotiladi. Vekseldan tovar ayriboshlashda foydalanish mumkin bo’lsa obligatsiyadan bu jarayonda foydalanish mumkin emas.

Obligatsiyaning o'zga xos jihatlariga to'xtaladigan bo'lsak, birinchidan, dastlabki asosiy xususiyati qarz majburiyatini ifodalashida namoyon bo'ladi, ikkinchidan obligatsiyalar nominal qiymatiga ko'ra qat'iy belgilangan foiz shaklida, tovar shaklida va boshqa ko'rinishlarda daromad qaytaradi. Obligatsiyalarning boshqa turdagi qimmatli qog'ozlarga nisbatan ustunlik jihatlari mavjud. Masalan obligatsiyalarning aksiyalarga nisbatan ustunlik tomonlari korxona tugatilganida namoyon bo'ladi. Ya'ni aksiya va uning dividendiga nisbatan obligatsiya va uning foizlari birinchi o'rinda to'lab beriladi. Lekin obligatsiya egalari obligatsiya qarz munosabatini bildirganligi uchun oddiy aksiya egalari kabi kompaniyaning boshqaruv huquqiga ega emas. Albatta obligatsiyalarning emitent va investorlar uchun o'ziga xos afzallik va kamchiliklari mavjud.

Obligatsiyalar o'z xususiyatlaridan kelib chiqqan holda emitent va investorlar uchun o'zlarining afzallik va kamchiliklarini namoyon qiladi. Masalan, garov ta'minotiga ega bo'lgan obligatsiyalarning emitent uchun afzalligi ushbu qimmatli qog'ozni joylashtirishda to'siqlarning kam ekanligida investor uchun esa berilgan qarzni qaytarib olish ehtimolligi yuqori darajada ekanligida ko'rinadi. Shunga qaramasdan uning kamchiligi emitent uchun moddiy aktivlarning garov riskida investor uchun esa obligatsiyalarning boshqa turlariga qaraganda kupon to'lovlarining past qiymatda ekanligida namoyon bo'ladi.

Xalqaro amaliyotda obligatsiyalarga daromad to'lanish shakllari bo'yicha obligatsiyalar quyidagi uchta turga bo'linadi:

- kuponli obligatsiyalar;
- diskontli obligatsiyalar;
- qoplash vaqtida daromad to'lanadigan obligatsiyalar.

Kuponli (qat'iy belgilangan foizli) obligatsiyalar bo'yicha to'lovlarda qarzning asosiy miqdori va davriy ravishdagi pul to'lovlari bir vaqtda amalga oshirilib kuponli obligatsiya qiymatini aniqlash mumkin bo'ladi (1.1-formula).

$$V = \sum_{t=1}^{mn} \frac{(N*k) \div m}{(1+r \div m)^t} + \frac{F}{(1+r)^{nm}} \quad (1.1)$$

Bunda

F – qoplash summasi (nominal);

k – yillik kupon stavkasi;

r – bozor stavkasi;

n – obligatsiya muomala davri;

m – yillik kuponli to‘lovlar soni.

So‘ndirilish muddati bir yil va undan yuqori bo‘lgan diskontli (kupsiz) obligatsiyalar qiymatini baholash jarayoni F nominal qiymat, r foiz stavka va n qoplash muddati aniq bo‘lgan obligatsiyalar joriy qiymati quyidagicha aniqlanadi (1.2-formula).

$$V = \frac{F}{(1+r)^n} \quad (1.2)$$

Bundan diskontli obligatsiya nominali 100 % deb qabul qilinadi, uning kurs qiymati esa quyidagicha bo‘ladi (1.3-formula).

$$K = \frac{100}{(1+r)^n} \quad (1.3)$$

Obligatsiyaning qoplash muddatigacha daromadlilikni investorga ushbu turdagi qimmatli qog‘ozlarni sotib olishdagi asosiy mezonlardan biri bo‘lib u investorning obligatsiyani qoplash muddatigacha saqlashi natijasida olishi mumkin bo‘lgan moliyaviy mablag‘ning darajasini o‘zida aks ettiradi. Bunda obligatsiyaning joriy bahosi va uning bozor bahosi (P) o‘rtasidagi nisbatning foizdagi ifodasi olinadi. Bir yilda bir marta to‘lanadigan qat’iy belgilangan kuponli obligatsiyalar uchun belgilangan tenglikdan kelib chiqqan holda YTM qoplash muddatigacha daromadlilikni aniqlashtirish mumkin (1.4-formula).

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+YTM)^t} + \frac{F}{(1+YTM)^n} \quad (1.4)$$

Bunda

F – nominal bahosi.

Keltirilgan tenglik orqali YTM (qoplash muddatigacha daromadlilik)ni aniqlash mumkin.

Uzoq muddatli obligatsiyalarning qoplashgacha daromadliliği - YTMni aniqlashda quyidagi formula yordamida aniqlanadi (1.5-formula).

$$YTM = [1 + \frac{k}{m} * \frac{100}{K}]^{m-1} \quad (1.5)$$

Diskontli obligatsiyalar bo'yicha YTM (qoplash muddatigacha daromadlilik) quyidagi formula orqali aniqlanishi mumkin (1.6-formula).

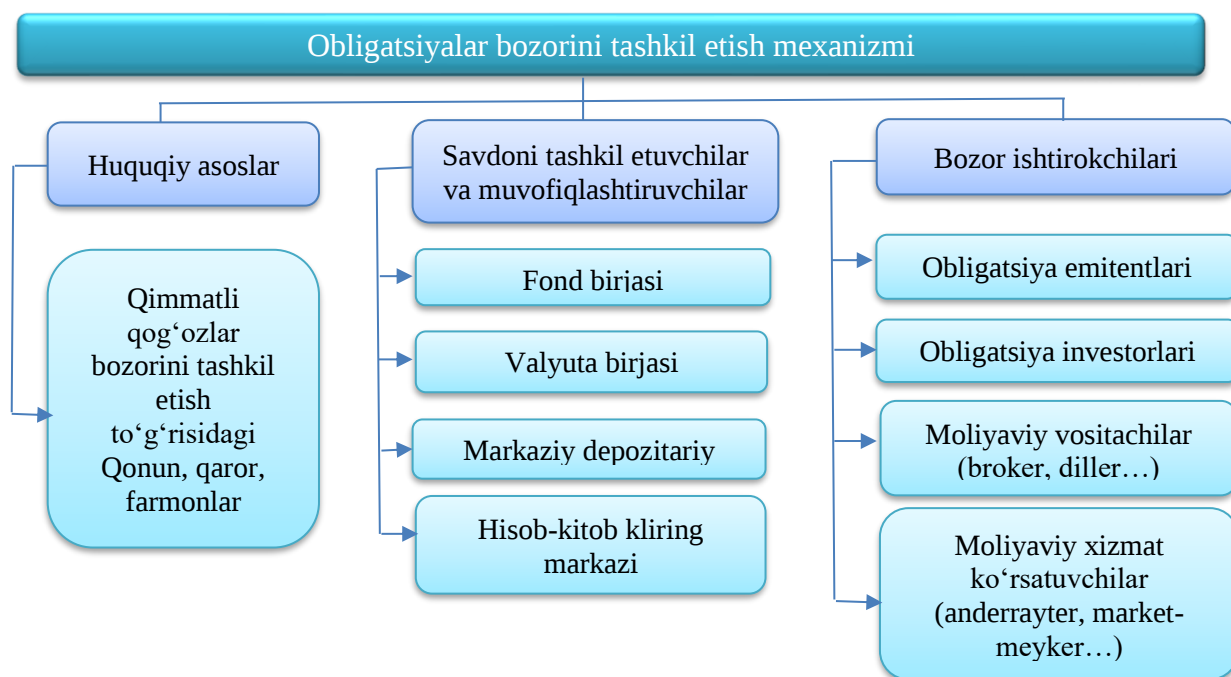
$$YTM = \sqrt[n]{\frac{F}{P}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{100}{K}} - 1 \quad (1.6)$$

Jahon amaliyotida obligatsiyalarning haqiqiy qiymatini aniqlash va daromadliliğini baholash bo'yicha yuqoridagi formula va tengliklarga qo'shimcha tarzda boshqa usullardan ham keng foydalaniladi. Yuqoridagi formulalar obligatsiyalarga investitsiya kiritmoqchi bo'lgan har qanday investorga o'z mablag'laridan kutilayotgan foydani hisoblash uchun yordam beradi. Shuningdek bugungi fan texnika taraqqiyoti natijasida obligatsiyalarning qiymati va daromadliliğini hisoblashda maxsus mobil dasturlardan, robomaslahatchilardan foydalanish mumkin. Bu kabi dasturlar qimmatli qog'ozlar bozoriga endigina kirib kelgan investorlarga moliyaviy mablag'larini katta xavf ostiga qo'ymasdan investitsion faoliyatini davom ettirishga yordam beradi.

1.2 § Obligatsiyalar bozori faoliyati va savdolarini tashkil etish mexanizmlari

Moliyaviy instrumentlarning savdoda qatnashishini hisobga olgan holda fond bozorini obligatsiyalar bozori, aksiyalar bozori, valyuta bozori, derivativlar bozori singari bir qancha tarkibiy segmentlarga ajratish mumkin. Lekin bularning barchasi birgalikda fond bozori yoki bo'lmasa umumiy nom bilan kapital bozori deb ataladi. Kapital bozori deyilganda asosan uzoq muddatli moliyaviy

instrumentlar muomalasi tushuniladi. Bu xuddiki “bozor” deb ataladigan umumiy nom ostida kiyim-kechak bozori, oziq-ovqat bozori, qurilish materiallar bozori, maishiy texnikalar bozori va boshqa turdagi bozorlarning birlashuvini tushunishga o‘xshaydi. Obligatsiyalar bozori kapitallashuv darajasi jihatidan fond bozorining eng yirik va muhim tarkibiy bozorlaridan biri hisoblanadi. Ushbu bozorning paydo bo‘lish tarixiga nazar tashlaydigan bo‘lsak, iqtisodiyotga oid tarixiy manbalarda keltirilishicha qimmatli qog‘ozlar bozori 1592-yil Antverpen tovar birjasi tarkibida fond birjasi bo‘limi tashkil etilishi bilan paydo bo‘lgan. Fond birjasi bo‘limining ilk savdo instrumenti sifatida obligatsiyalar hamda aksiyalar qayd etilgan. Shu o‘rinda aksiya va obligatsiya bozorini rasmiy holatda bir vaqtda umumiy bozor ko‘rinishida paydo bo‘lgan deyishimiz mumkin. Keyinchalik Amerika, Yevropa va Osiyoning bir qancha iqtisodiy rivojlangan shaharlarida ana shunday moliyaviy bozorlar tashkil topdi. Obligatsiyalar bozorining tashkil etilish mexanizmi ham boshqa moliyaviy bozorlarga o‘xshash umumiylikka ega hisoblanadi.



1.2-rasm. Obligatsiyalar bozorini tashkil etish mexanizmi¹⁵

Ya’ni huquqiy asos sifatida qonunchilik hujjatlarining mavjudligi dastlabki me’zon sanaladi. Keyingi o‘rinda bu mexanizmning markaziy elementi hisoblangan fond birjasining mavjudligi talab qilinadi. Albatta bu birjada bozor

¹⁵ Muallif tomonidan shakllantirilgan

ishtirokchilari va bozorni tartibga soluvchi subyektlar bozor mavjudligini ta'minlaydi va uni harakatga keltirib bozorni muvofiqlashtiradi (1.2-rasm).

Obligatsiyalar bozori faoliyatini tashkil etish mexanizmiga e'tibor qaratadigan bo'lsak, birinchi navbatda huquqiy jihat ustuvor deb bilishimiz zarur. Chunki har qanday jarayonni boshlashda uning huquqiy asosi mavjud ekanligi muhim. Har bir davlatda qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq moliyaviy munosabatlar o'z ichki qonun qoidalari bilan tartibga solinadi. Shuningdek xalqaro qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq munosabatlar esa xalqaro tashkilotlar, xalqaro moliya institutlari tomonidan tartibga solinadi. Masalan, yevroobligatsiyalar bilan bog'liq munosabatlar asosan AQSH qimmatli qog'ozlari to'g'risidagi qonun talablariga mos keladi. Ikkinchidan, obligatsiyalar bozorining tashkiliy mexanizmi sifatida iqtisodiy infratuzilma jihatlarini hisobga olinishi maqsadga muvofiq hisoblanadi. Bunda birja savdoni tashkil etuvchi sifatida namoyon bo'lsa Markaziy depozitariy, Hisob-kitob kliring markazi va boshqa qimmatli qog'ozlar bozoriga taalluqli yuridik shaxslar savdo jarayonlarini muvofiqlashtiruvchilar sifatida o'zlarini namoyon qiladi. Qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan savdo operatsiyalari uchun barcha shart-sharoitlarning mavjudligi bozor ishtirokchilarining samarali faoliyatini rag'batlantiradi. Obligatsiyalar bozorining asosiy va yordamchi ishtirokchilari mavjud bo'lib asosiy ishtirokchilar investor va emitentlar hisoblanadi, yordamchi ishtirokchilari sifatida esa broker, diller, anderryayer, market-meykerlarni keltirish mumkin.

Mustaqillik yillaridan keyin mamlakatimizda qimmatli qog'ozlar bozorini tashkil etish, uni rivojlantirish yuzasidan bir qancha me'yoriy huquqiy hujjatlar ishlab chiqildi. Xususan, 1993-yil 2-sentyabrda "Qimmatli qog'ozlar va fond birjasi to'g'risida" O'zbekiston Respublikasi Qonuni, 1996-yil 25-aprelda "Qimmatli qog'ozlar bozorining faoliyat ko'rsatish mexanizmi to'g'risida" O'zbekiston Respublikasi Qonuni, 1998-yil 2-oktyabrda "Fond bozorini yanada rivojlantirish va davlat mulki negizida barpo etilgan aksiyadorlik jamiyatlarini qo'llab quvvatlashga doir chora-tadbirlar to'g'risida" O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Farmoni, 1995-yil 7-sentyabrdagi "Respublikada qimmatli

qog'ozlar bozorining faoliyat ko'rsatishini tartibga keltirish va uni yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida" O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 351-sonli Qarori qabul qilindi. Mustaqillikning keyingi yillarida ham qimmatli qog'ozlarga bo'lgan e'tibor yangi bosqichga ko'tarilganligini O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2012-yil 19-martdagi "Fond bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-1727-sonli qarorlarida ko'rishimiz mumkin. Bugungi kunda mazkur qonunlar asosida qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini tartibga soluvchi qonun hujjatlari sifatida quyidagilarni ko'rsatishimiz mumkin: 2015-yil 3-iyundagi "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi 387-sonli O'zbekiston Respublikasi Qonuni, 2014-yil 6-maydagi "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi 370-sonli O'zbekiston Respublikasi Qonuni, 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi PF-6207-sonli O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Farmoni, O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrdagi PQ-291-son "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora tadbirlari to'g'risida", 2022-yil 17-yanvardagi PQ-90-son "Kapital bozorini qo'llab quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo'shimcha chora tadbirlar to'g'risida" gi Qarorlari.

Mamlakatimizda fond bozorining vujudga kelish tarixiga nazar tashlaydigan bo'lsak, 1992-yil 12-mayda "O'zbekiston Respublika valyuta birjasi" AJ O'zbekiston Respublikasi Prezidenti huzuridagi Vazirlar Mahkamasining 1991-yil 22-noyabrdagi 297-sonli "O'zbekiston Respublikasida chet el valyutasini erkin sotib olish va sotishni tashkil etish hamda erkin almashtiriladigan valyuta bilan savdo qilishni kengaytirish choralari haqida" gi qarori va Vazirlar Mahkamasining 1992-yil 29-fevraldagi 66-f-sonli farmoyishiga muvofiq tashkil etilgan. Ushbu birjada valyuta qiymatliklari va davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha savdolar amalga oshirilib kelinmoqda. Fond bozorida moliyaviy instrumentlarning diversifikatsiyalashuvi "Toshkent" Respublika fond birjasining tashkil topishiga turtki bo'ldi. 1994-yil yanvardagi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Farmoniga muvofiq, 1994-yil 8-aprelda "Toshkent" Respublika fond birjasi tashkil

etildi hamda ketma-ketlik bilan viloyatlarda “Toshkent” Respublika fond birjasining 13 ta bo‘linmasi o‘z ish faoliyatini boshladi. Mahalliy bozorlarning tashkil topishi bilan bir qatorda qonunchilikda ham takomillashuv jarayonlari sodir bo‘la boshladi hamda mamlakat doirasida amal qiluvchi qimmatli qog‘ozlar muomalasini tartibga solish bugungi kunda “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonunga ko‘ra tartibga solinadi. 2015-yil 3-iyundagi “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonunga asosan qimmatli qog‘ozlar, xususan, obligatsiyalar bilan bog‘liq operatsiyalarning amalga oshirilish tartibi belgilab qo‘yilgan. “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonunning II va III bobi qimmatli qog‘ozlarni chiqarish va joylashtirish va ularning muomalasi xususidadir. Obligatsiya emissiya qilinishi bir nechta ketma-ket bosqichlarni o‘z ichiga oladi. Mazkur qonunga ko‘ra obligatsiyalar chiqarilishi uchun dastlab obligatsiyalar chiqarish to‘g‘risida emitent qarori qabul qilinadi. Obligatsiyalar chiqarish to‘g‘risidagi qarorda emitentning to‘liq nomi, yuridik va elektron manzili, qimmatli qog‘oz to‘g‘risida to‘liq ma‘lumot, obligatsiyani joylashtirishdagi shartlar, obligatsiya bo‘yicha yuzaga keladigan huquq va majburiyatlar ko‘rsatib o‘tilishi kerak. Ba’zi hollarda obligatsiya chiqarish shartlari qisman o‘zgartirilishi mumkin.

Korporativ va infratuzilma obligatsiyalarini chiqarish shartlari 2015-yil 3-iyundagi “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi qonunning 6-moddasida keltirib o‘tilgan bo‘lib unga ko‘ra emitent korporativ obligatsiyalarni muomalaga chiqarishi uchun quyidagi talablarga javob berishi kerak bo‘ladi.

“- obligatsiya chiqaruvchi tomonning obligatsiyalarni o‘z kapitali miqdorida chiqarishi, agar korporativ obligatsiyalar summasi obligatsiya chiqaruvchining kapitali hajmidan ortiq bo‘lsa, emitent ortiqcha summa uchun garov ta‘minoti berishi;

- so‘ngi bir yilda rentabellik, to‘lovga qobiliyatlilik, moliyaviy barqarorlik va likvidlilikning ijobiy ko‘rsatkichlariga ega bo‘lishi;

- obligatsiya chiqarilishidan avvalgi yil uchun moliyaviy hisobot bo‘yicha auditorlik xulosasi mavjud bo‘lishi;

- investorlarga tegishli mablag‘larning emitentlar tomonidan to‘lanishi

bo'yicha to'lov agentlari vazifasini bajaruvchi tijorat banklari ishtirokining ta'minlanishi"¹⁶. Shuningdek, infratuzilma obligatsiyalari ham o'ziga xos muomalaga chiqarilish shartlariga ega.

Ushbu qonunning 6¹-moddasida esa birja obligatsiyalarining emissiya munosabatlari tushuntirilib berilgan. Ushbu moddaga ko'ra "Birja obligatsiyalarining emissiyasi davlat ro'yxatidan o'tkazilmasdan va qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi bilan kelishilgan holda fond birjasi tomonidan belgilangan tartibda amalga oshiriladi. To'lash muddati bir yildan ko'p bo'lmagan birja obligatsiyalarini joylashtirish va ularning muomalasi fond birjalarida amalga oshiriladi. Birja obligatsiyalarini joylashtirish faqat birja obligatsiyalarining chiqarilishini ro'yxatga olgan fond birjasi orqali amalga oshiriladi"¹⁷.

Tashkilot tomonidan obligatsiyalar chiqarish to'g'risida qaror tasdiqlangandan so'ng obligatsiyalar emissiyasini davlat ro'yxatidan o'tkazish kerak bo'ladi. Qimmatli qog'ozlarni davlat ro'yxatidan o'tkazish uchun emitent qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga soluvchi vakolatli organga ariza bilan murojaat qiladi. Arizaga obligatsiyalarni chiqarish to'g'risidagi qaror, obligatsiya emissiya risolasi, blanka namunasi va ro'yxati qonunchilikda nazarda tutilgan boshqa hujjatlar ilova qilinadi. 2023-yil 2-sentyabrda O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi 291-sonli Qaroriga ko'ra 2023-yil 1-oktyabrdan kapital bozori regulyatori vazifasi O'zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligiga o'tkazildi. Istiqbolli loyihalar milliy agentligi 30 kun ichida taqdim qilingan arizani ko'rib chiqishi va obligatsiyalarning chiqarilishini davlat ro'yxatidan o'tkazishi yoki kamchiliklari mavjud hollarda davlat ro'yxatidan o'tkazishni rad etish to'g'risida qaror qabul qilishi shart. Hujjatlar yuzasidan ijobiy xulosa olingach davlat xizmatlari ko'rsatilganligi uchun vakolatli organ hisob raqamiga bazaviy hisoblash miqdorining 5 baravari miqdorida yig'im undiriladi. Emissiyaviy

¹⁶ O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi 387-sonli Qonuni, 03.06.2015.
<https://lex.uz/docs/-2662539>

¹⁷ O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi 387-sonli Qonuni, 03.06.2015.
<https://lex.uz/docs/-2662539>

qimmatli qog'ozlarga davlat xizmati ko'rsatilishi uchun emitentlar to'g'ridan-to'g'ri yoki Yagona interaktiv davlat xizmatlari portali (YIDXP) orqali murojaat qilishlari mumkin. Kapital bozori sohasini raqamlashtirishga hamda emitentlar xarajatlarini kamaytirishga alohida e'tibor qaratilgan holda elektron tarzda murojaat qilinganda emitent uchun mablag'larni tejab qolishga imkoniyat yaratilgan. Ya'ni agar emitent Yagona interaktiv davlat xizmatlari portali (YIDXP) orqali qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga soluvchi vakolatli davlat organiga murojaat qilgan taqdirda, yig'im summasi 90 foiz miqdorda undiriladi. To'g'ridan-to'g'ri murojaat qilganda esa belgilangan summani 100 foiz miqdorida to'lashi kerak bo'ladi (1.2-jadval).

1.2-jadval

YIDXP orqali qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga soluvchi vakolatli davlat organiga davlat xizmatlari ko'rsatilishi uchun murojaat qilinganda to'lanadigan yig'im summasining taqsimlanishi.¹⁸

Tuman (shahar) davlat xizmatlari markazlari orqali murojaat etilganda		YIDXP orqali murojaat etilganda	
Adliya vazirligining Davlat xizmatlarini rivojlantirish jamg'armasiga	20 %	Adliya vazirligining Davlat xizmatlarini rivojlantirish jamg'armasiga	10 %
yagona billing tizimi orqali davlat xizmatlarini ko'rsatganlik uchun Axborot-kommunikatsiya texnologiyalarini rivojlantirish jamg'armasi maxsus hisobvarag'iga;	0,5 %	Axborot-kommunikatsiya texnologiyalarini rivojlantirish jamg'armasining elektron hukumat va raqamli iqtisodiyotning idoralararo loyihalarini moliyalashtirish bo'yicha maxsus hisobvarag'iga	11,25 %
vakolatli organning budjetdan tashqari jamg'armasiga	qolgan mablag'lar	yagona billing tizimi orqali davlat xizmatlarini ko'rsatganlik uchun Axborot-kommunikatsiya texnologiyalarini rivojlantirish jamg'armasi maxsus hisob varag'iga	0,5 %
		vakolatli organning budjetdan tashqari jamg'armasiga	qolgan mablag'lar

Istiqbolli loyihalar milliy agentligi talablari va ko'rsatilgan me'yoriy huquqiy hujjatlar bandlari bajarilgandan so'ng davlat ro'yxatidan o'tkazish uchun

¹⁸ "Emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqarilishini davlat ro'yxatidan o'tkazish, avval davlat ro'yxatidan o'tkazilgan qimmatli qog'ozlar chiqarilishiga o'zgartirishlar va (yoki) qo'shimchalar kiritish, avval davlat ro'yxatidan o'tkazilgan qimmatli qog'ozlar chiqarilishini bekor qilish bo'yicha davlat xizmatlarini ko'rsatishning ma'muriy reglamentini tasdiqlash to'g'risida" O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 06.10.2022 yildagi 572-sonli qarori asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Iqtisodiyot va moliya vazirligi maxsus hisobraqamiga emissiyaviy qimmatli qog'ozlar nominal qiymatining 0,01 foiz miqdorida yig'im so'mmasi to'lanadi.

Shu o'rinda ta'kidlab o'tish lozimki, davlat qimmatli qog'ozlari, xususan, davlat obligatsiyalarini chiqarish emissiya risolasisiz va davlat ro'yxatidan o'tkazilmagan holda qonunchilikda ko'rsatilgan tartibda amalga oshiriladi. Emissiyaviy obligatsiyalar davlat ro'yxatidan o'tkazilgandan so'ng O'zbekiston Respublikasida joylashtirilishi va muomalaga kiritilishi huquqiga ega bo'ladi. Obligatsiyalarning joylashtirilish hamda muomalaga kiritish kvotalari va tartibi O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi tomonidan belgilanadi. Emitentlar obligatsiyalarni fond bozoriga o'zlari mustaqil ravishda, shuningdek banklar va investitsiya vositachilari bilan kelishgan holda ular yordamida ham joylashtirishlari mumkin.

Fond bozorlarida qimmatli qog'ozlar oldi-sotdisini, xususan, obligatsiyalar oldi-sotdisini amalga oshirishda turli xildagi usullardan foydalaniladi. Bu kabi usullarning amaliyotda eng ko'p qo'llaniladiganlari:

- tartibsiz savdo-sotiq;
- oddiy kimoshdi savdosi;
- gollandcha kimoshdi savdosi;
- qo'shaloq kimoshdi savdolari;
- va dilerlik bozorlari hisoblanadi.

Tartibsiz savdo-sotiq - bu hech qanday muayyan qoidalarsiz va qo'shimcha talablarsiz bozor ishtirokchilari o'rtasida olib boriladigan erkin savdo-sotiqdir. O'zbekiston ham bu usuldan fond bozorining dastlabki faoliyat bosqichlarida foydalangan.

Oddiy kimoshdi savdosi - bu xaridorlarning ochiqdan ochiq narx va baho bo'yicha raqobati asosida olib boriladigan savdo texnologiyasidir. Ushbu savdo usuli auksion prinsiplari asosida tashkil etiladi.

Gollandcha kimoshdi savdosi. "Bu usulda dastlab obligatsiya sotib oluvchi investorlarning buyurtmalari oldindan to'planadi va buyurtmalar paketi emitent tomonidan ko'rib chiqilib investor talabi va emitent taklifi asosida rasmiy narx

shakllantiriladi.”¹⁹ O‘zbekistonda bunday usul davlat qisqa muddatli obligatsiyalarining birlamchi joylashtirilishi bo‘yicha kimoshdi savdolarini o‘tkazishda qo‘llaniladi. Shuningdek suveren yevroobligatsiyalar bo‘yicha kupon stavkani belgilash ham qisman gollandcha kimoshdi savdolari mexanizmlaridan foydalangan holda shakllantiriladi.

Qo‘shaloq kimoshdi savdosi va dilerlik bozorlari ham qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha savdo o‘tkazish usullaridan hisoblanib ma’lum subyektlar doirasida qo‘llaniladi.

Axborot texnologiyalari rivojlangan bugungi kunda obligatsiyalar savdolari an’anaviy usullar mazmuni saqlangan holda elektron shaklda amalga oshirilmoqda. Savdo usullari turlicha bo‘lishiga qaramasdan jahon amaliyotida qimmatli qog‘ozlar savdolari bo‘yicha operatsiyalar ma’lum bir ketma-ketlikdagi majburiy bosqichlardan iboratdir. Ularga quyidagilar:

- “1. Qimmatli qog‘ozlar oldi-sotdisi shartnomasini tuzish.
2. Amalga oshirilayotgan bitim bo‘yicha ko‘rsatkichlarni taqqoslash.
3. Kliring.
4. Pul to‘lovi va qimmatli qog‘ozlarning muqobil o‘tkazilishini amalga oshirish.”²⁰

Yuqorida keltirilgan bosqichlar qimmatli qog‘ozlar bozori tashkil etilganidan boshlab to hozirgi kungacha ham qimmatli qog‘ozlar bilan savdolarni tashkil etilishining eng muqobil shakli hisoblanib, deyarli barcha davlatlarning qimmatli qog‘ozlar bozorida amal qiladi.

Qimmatli qog‘ozlar oldi-sotdisi bo‘yicha shartnomalarni tuzish savdolarning birinchi bosqichi hisoblanadi. Qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha shartnomalar qimmatli qog‘ozlar professional ishtirokchilari hisoblangan brokerlar, dillerlar, qimmatli qog‘ozlarning egalari va xaridorlari o‘rtasida tuziladi. Birjadan tashqari bozorlarda esa bitimlar bir qancha usullar: og‘zaki ya’ni telefon orqali, so‘zlashuvlarni magnit tasmasiga yozish orqali hamda ixtisoslashtirilgan elektron tarmoqlar orqali tuziladi. Zamonaviy moliya bozorlarida qimmatli qog‘ozlarga doir deyarli barcha bitimlar

¹⁹ Butikov I.L. Qimmatli qog‘ozlar bozori. Darslik. - T.: Konsauditinform, 2001.

²⁰ Butikov I.L. Qimmatli qog‘ozlar bozori. Darslik. - T.: Konsauditinform, 2001. – 496 bet.

elektron shaklda tuziladi.

Qimmatli qog'ozlar bilan oldi-sotdi bitimining ikkinchi bosqichi - bu bitim bo'yicha ko'rsatkichlarning taqqoslanishidir. Bu bosqichda tuzilgan shartnomaning tomonlar o'rtasida tushunmovchiliklarga yo'l qo'yilmaganligi ko'rib chiqiladi. Agar tushunmovchilik holatlari mavjud bo'lsa, tomonlar o'zaro kelishib olishiga imkoniyat beradi.

Uchinchi bosqich esa kliring bosqichi bo'lib, kliring – bu bitim bo'yicha taqqoslash jarayonlari tugagandan so'ng boshlanadigan bitim ijrosi amalga oshirilishi oldidan o'tkaziladigan operatsiyalar majmuidir.

To'rtinchi bosqich – bu oxirgi bosqich bo'lib bitimning ijro etilishini nazarda tutadi. Bu bosqichda pul to'lovi va qimmatli qog'ozlarning yangi egalariga o'tkazib berilish jarayoni sodir bo'ladi. Pul to'lovlari va qimmatli qog'ozlarning yetkazib berilishi turli usullarda amalga oshirilishi mumkin.

Birinchi usulda xaridor qimmatli qog'ozlarni qabul qilib oladi, so'ngra pul mablag'larni jo'natadi.

Ikkinchi usulda sotuvchi pul mablag'larni qabul qilib oladi, so'ngra xaridorga qimmatli qog'ozlarni jo'natadi.

Uchinchi usulda qimmatli qog'ozlar va pul mablag'lari bir vaqtda harakatlanadi ya'ni xaridor va sotuvchi bir vaqtda qanoatlantiriladi. "Ikkala tomon ham majburiyatlarni bir vaqtning o'zida bajarishi kontragentning to'lovga qodir emasligi yoki insofsizligi bilan bog'liq ortiqcha xatardan qutqarishi mumkin. Bunday bir vaqtda ijro etish "To'lovga qarshi yetkazib berish" tamoyili (ing. Delivery versus Payment, DVP) deb nomlanadi."²¹

Yuqoridagi fikrning davomi sifatida birinchi va ikkinchi usulda majburiyatlarning bir tomonlama amal qilinmaslik riski mavjud ekanligini hisobga olib, qimmatli qog'ozlar oldi-sotdisida uchinchi usuldan foydalanish ma'qul ekanligini ta'kidlashimiz mumkin. Zamonaviy moliya bozorlarida foydalanilayotgan elektron dasturlar yordamida bitimlar bo'yicha to'lovlar va qimmatli qog'ozlarning yetkazib berilishi anchagina soddalashgan. Masalan,

²¹ Butikov I.L. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. - T.: Konsauditinform, 2001. – 496 bet.

mamlakatimiz moliya bozorida fondbozori.uz platformasi orqali amalga oshirilgan operatsiyalar ma'lum ketma-ketlikdagi amallarning bajarilishi orqali ijro etiladi. Shuningdek, "Aloqabank" ATBning "Zoomrad" mobil ilovasi, Jett servisining "multicard" mobil ilovalarining ishlash mexanizmi barcha bozor ishtirokchilari uchun tushunarli va qulaydir. Ushbu dasturlardan foydanish uchun dastlab mazkur ilovalarni kompyuter, smartfonga yoki shunga o'xshash mobil qurilmalarga yuklab olish talab etiladi. Keyingi sharti esa ilova orqali avtorizatsiyadan o'tilib ma'lum ketma-ketlikdagi amallar bajarilib depohisobraqam ochiladi. Shundan so'ng esa depohisobraqamni ma'lum mablag'ga to'ldirib savdolarida qatnashish mumkin. Depohisobraqam kichik miqdordagi so'mmaga to'ldirilishi mumkin va bu o'z o'rnida qimmatli qog'ozlar bozoriga endigina kirib kelgan investor uchun kichik miqdordagi mablag' evaziga daromad va tajriba to'plash imkoniyatini yaratadi. Ilovalarda savdolarni tashkil qilish to'liq elektron shaklda onlayn amalga oshiriladi. Bu esa tezkorlik va aniqlikni ta'minlashga xizmat qiladi. Foydalanuvchi ilova orqali mustaqil ravishda depohisobraqamni istalgan so'mmaga to'ldirishi, qimmatli qog'ozlarni bozorda narx belgilagan holda sotishi, bozor narxlarida sotib olishi va istalgan paytda bo'sh turgan pul mablag'larini chiqarib olishi olishi mumkin. Bu esa tezkorlik va aniqlikni ta'minlashga xizmat qiladi. Iqtisodiyotning turli sohalaridagi singari kapital bozorida ham raqamlashuv jarayonlarining olib borilishi ushbu sohaning rivojlanishiga xizmat qiladi.

1.3 § Moliyaviy resurslar jalb etishda obligatsiyalardan foydalanishning xorijiy mamlakatlar tajribasi

Butun dunyo miqyosida tovar-pul munosabatlarining rivojlanishi natijasida tovar birjalari paydo bo'ldi. 1531-yilda Antverpen shahrida ilk tovar birjasi tashkil etildi. Shundan so'ng 1566-yilda London va 1608-yilda Amsterdam tovar birjalari paydo bo'ldi. Tovar birjalarining paydo bo'lishi esa o'z navbatida fond bozorlarining shakllanishiga asos bo'ldi. Fond bozorlari tarkibida savdo instrumentlariga ko'ra aksiyalar bozori, obligatsiyalar bozori, derivativlar bozori kabi moliyaviy bozorlar shakllantirildi. 1592-yilda Antverpen birjasida qimmatli

qog'ozlar narxlarining ro'yxati e'lon qilinadi va bu ilk fond birjasining paydo bo'lganligidan darak beradi. Dastlabki qimmatli qog'ozlar sifatida obligatsiya kabi qarz majburiyatini ifodalovchi veksellar muomalada bo'lgan. XVI-XVII asrlarning oxirida fond birjalarida davlat qimmatli qog'ozlari ya'ni davlat obligatsiyalari oldi-sotdi qilina boshlandi. Hozirgi kunda eng ommabop qimmatli qog'ozlardan biri bo'lgan aksiyalar esa 1600-yillarda Angliyada "Ost-Indiya" va Gollandiyada "Vest-Indiya" kompaniyalarining vujudga kelishi bilan paydo bo'ldi.

AQSHda 1792-yilda dunyodagi eng yirik fond birjasi "Nyu-York" fond birjasi tashkil etildi va shundan so'ng Yevropa va Osiyoning bir qator shaharlarida ham fond birjalariga asos solindi. Dunyoning barcha davlatlaridagi singari "Nyu-York" fond birjasi tarkibida ham obligatsiyalar bozori shakllandi. Obligatsiyalar bozori paydo bo'lgandan boshlab bugungi kunga qadar AQSh obligatsiyalari bozori kapitallashuv miqdori jihatidan dunyodagi eng yirik obligatsiyalar bozori hisoblanadi. 2023-yil AQSHning dunyo bo'yicha obligatsiyalar bozoridagi kapitallashuv ulushi 51,9 trln dollar²² ga teng bo'ldi. AQSH obligatsiyalar bozorining tarkibiy qismlariga e'tibor qaratadigan bo'lsak, bu bozor oltita sektorga bo'lingan. Bular:

- 1) AQSh g'aznachilik sektori,
- 2) agentlik sektori,
- 3) munitsipal sektor,
- 4) korporativ sektor,
- 5) aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar sektori
- 6) ipoteka sektori.

G'aznachilik sektoriga AQSH hukumati tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlar kiradi. Ushbu qimmatli qog'ozlar tarkibiga g'aznachilik veksellari va obligatsiyalari kiradi. AQSh g'aznachiligi dunyodagi eng yirik qimmatli qog'ozlar emitenti bo'lib ushbu sektor obligatsiyalarining daromadliligi butun dunyoda qimmatli qog'ozlarni baholash va qarz foiz stavkalarini aniqlashda asosiy rol o'ynaydi.

²² <https://www.sifma.org>

Agentlik sektoriga federal muassasalar va hukumat tomonidan homiylik qilinadigan korxonalar tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlar kiradi. Chiqarilgan qimmatli qog'ozlar hech qanday garov bilan ta'minlanmaydi va agentlikning qarzdorlik qimmatli qog'ozlari deb ataladi.

Munitsipal sektor - bu davlat va mahalliy hokimiyat organlari tomonidan emissiya qilinadigan obligatsiyalar va ular tomonidan jalb qilinadigan qarz mablag'lari sektorini anglatadi. AQSH qonunchiliga asosan munitsipal sektor orqali emissiya qilingan obligatsiyalar federal daromad solig'idan ozod qilinadi.

Korporativ sektor AQSH korporatsiyalari tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarni hamda AQSHdagi boshqa korporativ tuzilmalar tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarni nazarda tutadi. Korporativ sektordagi korxona va tashkilotlar yirik nominal qiymatga ega obligatsiyalar, o'rta muddatli banknotalar, strukturaviy banknotalar, tijorat qog'ozlari kabi qimmatli qog'ozlarni emitenti sanaladi. Korporativ sektor investitsion darajadagi va investitsion darajada bo'lmagan sektorlarga bo'linadi. Shuningdek, korporativ sektor o'z navbatida kredit sektori deb ham yuritiladi.

Aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar sektori - bu korporativ emitent mablag' to'plashi mumkin bo'lgan korporativ sektorning alternatividir. Mazkur segmentda korporativ emitent kreditlar yoki debitorlik qarzlarini birlashtiradi va qimmatli qog'ozlarni emissiya qilish uchun garov ta'minoti o'rnida aktivlar fondidan foydalanadi.

Ipoteka sektori - bu qimmatli qog'ozlar ipoteka kreditlari orqali ta'minlangan sektor. Bular uy-joy sotib olish yoki daromad keltiruvchi tijorat mulkini sotib olish uchun qarz oluvchilar tomonidan olingan kreditlardir. Shunday qilib, ipoteka sektori uy-joy ipoteka sektori va tijorat ipoteka sektoriga bo'linadi. Obligatsiyalar sektorlarini tasniflagan tashkilotlar turar-joy ipoteka sektorini turli yo'llar bilan aniqlaydilar. Korporativ tuzilmalar tomonidan chiqarilgan uy-joy ipoteka bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar ko'pincha aktivlar bilan ta'minlangan moliyaviy instrument sifatida tasniflanadi.

Amerika Qo'shma Shtatlari fond bozorlarida ham obligatsiyalarning

dastlabki sotuv jarayonlari, ya'ni birlamchi joylashtirish amaliyoti mavjud. Lekin ikkilamchi bozor o'ziga xos xususiyatlari bilan xarakterlidir. Amerika Qo'shma Shtatlarida va butun dunyoda obligatsiyalarning ikkilamchi bozorlari tubdan farq qiladi. Ikkilamchi obligatsiyalar bozorlari markazlashgan birjalar emas, balki birjadan tashqari bozorlar bo'lib, ular markazlashtirilmagan marketmeykerlar tarmog'i hisoblanadi, ularning har biri o'zlari ishtirok etadigan har bir masala yuzasidan o'z savdo narxлари va takliflarini beradi. Shunday qilib, investorning oldi-sotdisi yakka tartibdagi market-meyker bilan uning kotirovka qilingan narxida amalga oshiriladi. Bu birjaga o'xshash markazlashgan bozordan farq qiladi. AQSHda oddiy aksiyalar bo'yicha ikkilamchi savdolar bir qancha savdo maydonlarida: markazlashtirilgan birjalar va birjadan tashqari (OTC) bozorlarda amalga oshiriladi. Milliy fond birjalari hisoblangan Nyu-York fond birjasi va Amerika fond birjasi hamda mintaqaviy fond birjalari markazlashtirilgan birja sifatida qoraladi. Birjadan tashqari bozor - bu telekommunikatsiya tizimlari orqali bir-biri bilan bog'langan market meykerlarning geografik jihatdan tarqalgan guruhi. Qo'shma Shtatlarda aksiyalar bo'yicha birjadan tashqari dominant bozor – bu NASDAQ hisoblanadi. Bundan tashqari, oddiy aksiyalar uchun ikkilamchi bozorning yana ikkita turi mavjud: elektron aloqa tarmoqlari va o'zaro faoliyat tarmoqlari.

AQSH qimmatli qog'ozlar bozori 1933-yilda qabul qilingan "Qimmatli qog'ozlar to'g'risida"gi Federal qonun va 1934-yilda qabul qilingan "Qimmatli qog'ozlar almashinuvi to'g'risida"gi qonunlar asosida tartibga solinadi va boshqariladi. Ushbu qonunlarning tegishli moddalariga bir necha bor o'zgartishlar kiritilgan bo'lib, yillar davomida qoidalar bir necha bor yangilangan va qo'shimcha o'zgartirishlar qabul qilingan. AQSH obligatsiyalar bozorining rivojlanganligiga ko'ra dunyodagi eng yetakchi davlat hisoblanadi. Shuning uchun O'zbekistonda ham AQSH obligatsiya bozori infratuzilmasini, ayniqsa, munitsipal obligatsiyalar bozori mexanizmini na'muna sifatida olish va mahalliy obligatsiyalar bozoriga moslashtirgan holda foydalanish maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz.

Bugungi kunda jahon moliya bozorida shiddat bilan rivojlanayotgan

davlatlardan biri bu Hindistondir. Hindistonda kapital bozoridagi islohotlar 1990-yillarning o'rtalarida Hindiston Milliy fond birjasining (National Stock Exchange of India - NSEI) va 1992-yilda Hindiston Qimmatli qog'ozlar va birja kengashining (Securities and Exchange Board of India - SEBI) tashkil topishi bilan o'zing yuqori bosqichiga ko'tarildi. Hindiston fond bozoridagi eng muhim islohotlar qatoriga davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha kim oshdi savdosi usullari, auksionni qo'llab-quvvatlash uchun birlamchi dilerlarni joriy etish, foiz stavkalari fyucherslarini joriy etish va davlat qimmatli qog'ozlari bozorida kengroq ishtirok etishni ta'minlash uchun Real Vaqt Rejimida Yalpi Hisob-kitob tizimini (Real Time Gross Settlement system - RTGS) joriy etish kabilar kiradi. Shuningdek, korporativ obligatsiyalar bozori bo'yicha yuqori vakolatli ekspert qo'mitasi (Patil) va O'zaro Sayt So'rovini Qalbakilashtirish (Cross Site Request Forgery - CSFR) kabi bir qancha qo'mitalar korporativ obligatsiyalar bozorini yaxshilash bo'yicha tavsiyalar berdi. Hindiston Qimmatli qog'ozlar va birja kengashi (SEBI) va Hindiston Rezerv Banki (RBI) taklif qilingan ko'plab islohotlar amalga oshirildi, masalan, obligatsiyalarni chiqarish jarayonining narxini va davomiyligini qisqartirish, ikkilamchi bozor savdolarida shaffoflikni oshirish va korporativ repolarni joriy etish shular jumlasidandir. Ushbu islohotlarni amalga oshirish Hindiston fond bozori uchun yaxshi natijalarga erishishga yordam berib birlamchi qarz bozorlaridan resurslarni jalb qilish yil sayin ortib bormoqda. Islohotlar natijasi o'laroq 2008-2009-yillarda birlamchi qarz bozorlaridagi bu miqdor 4,4 mlrd AQSH dollarni tashkil etgan. Ikkilamchi bozorlarda Bombay fond birjasi (BSE), Hindiston Milliy fond birjasi (NSE) va Hindistonning Qat'iy Daromadli Pul Bozori va Derivativlar Assotsiatsiyasi (FIMMDA)ning uchta platformasi ostidagi savdo aylanmasi 2009-2010-2012-yillar oralig'ida 300% dan ortiq o'sgan. Biroq, Hindiston fond bozorida ham O'zbekiston fond bozoridagi singari korporativ obligatsiyalarning bozor kapitallashuvi yuqori darajada emas. Yirik kompaniyalar hali ham banklardan kredit ko'rinishida qarz olishga moyil. Masalan, xususiy joylashtirishlar qarz bozorlarida dominantlik qilmoqda va kapital bozoriga yo'naltirilgan jami resurslarning 90 foiz dan ortig'ini tashkil qiladi. "Bank

kreditlaridan olingan tashqi qarzar obligatsiyalar orqali moliyalashtiriladigan 5 foizga nisbatan qariyb 70 foizni tashkil etadi. Nodavlat, notijorat, jamoat, mas'uliyati cheklangan jamiyatlarining mablag'lari manbalarining tahlili shuni ko'rsatadiki, Hindistondagi kompaniyalar "pecking order theory" "to'plash tartibi nazariyasi"ga amal qilmaydi va buning o'rniga ichki manbalar orqali emas, balki tashqi manbalar hisobidan ko'proq moliyalashtirishga intildilar."²³ Korporatsiyalar tomonidan bank moliyasini afzal ko'rilishining sabablaridan biri banklarda naqd pul shaklidagi kredit tizimining keng tarqalganligi bilan bog'liq. Hindiston obligatsiyalar bozorida umumiy jihatdan o'sish kuzatilayotgan bo'lsa ham mamlakatning moliya bozori potensialiga nisbatan kam moliyaviy resurs bu sohada aylanmoqda. Asosiy jalb qilinadigan mablag'lar kredit hisobidan amalga oshirilmoqda. Hindiston obligatsiyalar bozorining bu jihatini O'zbekiston obligatsiyalar bozori bilan o'xshash ekanligini keltirishimiz mumkin. Chunki mamlakatimizda ham moliya bozoriga keng yo'l ochib berilishiga qaramasdan iqtisodiy sektorning bank kreditlaridan foydalanishi yuqori ulushga ega.

Janubiy Koreya obligatsiyalari bozori Osiyodagi eng mustahkam obligatsiya bozorlaridan biridir. Koreya hukumati dunyo bo'yicha birinchilardan bo'lib obligatsiyalarni kafolatlash sxemasini ishlab chiqdi. Bu bilan investorlarning obligatsiyalarga bo'lgan bo'lgan ishonchini oshirish va investorlarning keng bazasini yaratish maqsad qilingan edi. Ushbu sxema bo'yicha Koreya investitsiya korporatsiyasi (KIC) 1972-yilda obligatsiyalar bo'yicha yagona kafolatchi sifatida tanlandi. Koreya Kafolat sug'urta kompaniyasiga 1978-yilda obligatsiyalarni kafolatlash bo'yicha ortib borayotgan talablarni qondirish uchun obligatsiyalarni kafolatlashni boshlashga ruxsat berildi. 1989-yilda hukumat jismoniy shaxslar va kichik biznesni moliyaviy qo'llab-quvvatlashni oshirish uchun Hankook Fidelity and Surety kompaniyasini tuzdi. "1980-yillarga kelib banklar asosiy kafil bo'lib, barcha kafolatlangan obligatsiyalarning 50 foizdan ortig'ini tashkil etdi. Banklar va boshqa bank bo'lmagan moliyaviy vositachilar korporativ obligatsiyalarni

²³ Sunder Raghavan, Member, IACSIT, and Daniel Sarwono. Corporate Bond Market in India: Lessons from Abroad and Road Ahead. International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 3, No. 2, April 2012

kafolatlash biznesiga kirishdi”²⁴. Chunki 1980-yillardagi barqaror iqtisodiy o‘rishni hisobga olgan holda bu biznes quyi darajadagi xavflilik va yuqori daromadlilikka ega deb hisoblangan. 1997-yildagi moliyaviy inqiroz va natijada yuzaga kelgan iqtisodiy inqiroz mamlakatda bankrotlik darajasining oshishiga olib keldi. Bu esa o‘z navbatida obligatsiyalar kafillari uchun xavflarning oshishiga sabab bo‘ldi. Aksariyat kafillar 1997-yildan keyin bozorni tark etishdi. Xususiy sektor obligatsiyalari kafillari obligatsiyalarni kafolatlash bilan bog‘liq xavfni yaxshiroq tushunib, kafolat to‘lovlari o‘zlari bo‘yniga olgan tavakkalchiliklari uchun yetarli mukofot emasligini anglab yetdi. Ba‘zilar obligatsiyalar emitentlari uchun maqbul bo‘lmagan ancha yuqori to‘lovlarda obligatsiya kafolatlarini taklif qilishga harakat qilishdi. Bu esa 1997-yildan keyin Janubiy Koreyada kafolatlangan bozorning qulashiga olib keldi. Koreya tajribasi va obligatsiyalarni kafolatlash sxemasi va inqirozdan keyin qanday rivojlanganligi O‘zbekiston uchun ham muhim ahamiyatga ega. Lekin bugungi kundagi Koreya fond bozorining obligatsiyalar bozorini rivojlantirish bo‘yicha olib borayotgan say harakatlari tahsinga sazovor. Koreya fond bozori andozasi “Toshkent” fond birjasining shakllanishida muhim ahamiyat kasb etib, uning asosiy savdo platformasi aynan Korea Exchange platformasi asosida ishlaydi va “Toshkent” Respublika fond birjasining 25 foiz ulushiga egalik qiladi.

Osiyo davlatlari orasida Yaponiya obligatsiyalar bozori ham o‘zining barqarorligi bilan ajralib turadi. Yaponiyada obligatsiyalar bozorining barqaror rivojlanishi XX asrning oxirlariga kelib sodir bo‘la boshlagan. 1985-yilgacha qattiq tartibga solingan Yaponiya obligatsiyalar bozori rivojlanmagan va banklar tomonidan hukmronlik qilingan. Biroq, 1980-yillarning ikkinchi yarmida korporativ obligatsiyalarning birlamchi bozorini rivojlantirishga yordam beradigan muhim o‘zgarishlar yuz berdi. “Ushbu chora-tadbirlar emissiya tartib-qoidalarini soddalashtirish, xususiy joylashtirishni tartibga solish, 3 ta kredit reyting agentligini qo‘shish, ikki tomonlama valyuta obligatsiyalarini chiqarish hamda

²⁴ <https://global.krx.co.kr/main/main.jsp>

anderrayting to'lovlari va ishonchli to'lovlarni kamaytirishni o'z ichiga olgan.”²⁵ Ushbu o'zgarishlar 1990-1993-yillardagi korporativ obligatsiyalarni moliyalashtirish chegarasining olib tashlanishi bilan kuzatildi. Korporativ obligatsiyalarning birlamchi bozorini ratsionalizatsiya qilish banklarning korporativ obligatsiyalar chiqarishdagi ta'sirini 1985-yildagi 40 foizdan 1989-yil oxiriga kelib nolga qadar keskin pasayishiga olib keldi. JASDAQ birjadan tashqari dasturining yanada rivojlanishi investorlarning korporativ obligatsiyalar savdosiga qiziqishining ortishiga sabab bo'ldi. 1980-yillarda fyuchers va opsionlar bozorining rivojlanishi Yaponiyada korporativ obligatsiyalar bozorlarining rivojlanishiga sabab bo'ldi. Fyuchers va opsionlar bozorining rivojlanishi narxlarni aniqlashning to'liq mexanizmini, korporativ obligatsiyalar chiqarilishi uchun narx majburiyatini va auksion mexanizmini joriy etishga yordam berdi, bularning barchasi samarali birlamchi bozorni rivojlantirishga olib keldi. Yaponiyalik taniqli iqtisodchi T.Endo ko'plab rivojlanayotgan mamlakatlar Yaponiya tajribasidan quyidagi saboqlarni olishlari kerakligini ta'kidlab o'tgan:

“Sog'lom va jonli davlat obligatsiyalari bozori korporativ obligatsiyalar bozorlarini rivojlantirish uchun muhimdir;

Korporativ obligatsiyalar bozorining rivojlanishi bank tizimining rivojlanishi bilan to'ldirilishi kerak;

Korporativ obligatsiyalar bozori jahon iqtisodiyoti bilan integratsiyalashgan bo'lishi kerak.”²⁶ T.Endoning obligatsiyalar bozorini rivojlantirishga oid mazkur fikrlari rivojlanish jarayonlari davom etayotgan O'zbekiston obligatsiyalar bozori uchun o'rinli hisoblanadi.

Shuningdek, Singapur va Malayziya obligatsiyalar bozorining rivojlanishini o'rganish va uni mahalliy obligatsiyalar bozoriga taqqoslash va bu bozorlarning ma'lum jihatlarini o'zlashtirish maqsadga muvofiqdir.

Malayziya o'z tajribasi natijasida korporativ obligatsiyalar bozorining o'sishi bilan bog'liq muammolarni hal qilishning yangi usulini topdi. So'nggi o'n

²⁵ <https://www.jpx.co.jp/english/>

²⁶ T. Endo, “A 25 Year History of the Bond Market in Japan,” Retrieved from www.worldbank.org, vol. 28 Sept, 2010.

yil ichida Malayziya Sukuk obligatsiyalari bozorini rivojlantirdi. Belgilangan kuponli to'lovlariga ega bo'lgan an'anaviy obligatsiyalardan farqli o'laroq, sukuk investorlarga aktivlar daromadining ulushini ta'minlovchi ishtirok sertifikat sifatida tuzilgan bo'lib, ularni foiz to'lovlarini islom ta'qiqiga moslashtiradi. Natijada ular ham mamlakat ichida, ham islom davlatlaridan kelgan investorlar orasida tobora ommalashib bormoqda. Sukuk obligatsiyalarining emissiyasi Malayziya hukumati tomonidan qo'llab-quvvatlandi, masalan, sukuk va an'anaviy obligatsiyalar bozorini rivojlantirish uchun kapital bozorining o'n yillik "Bosh reja"sini yaratish shular jumlasidandir. Banklar uchun 2016-yilgacha xalqaro bank va takaful (Islom sug'urtasi) operatsiyalaridan xorijiy valyutadagi daromadlari bo'yicha soliq imtiyozlari berildi. Malayziyada 2004-yilda sukuk muomaladagi xususiy qimmatli qog'ozlarning yarmidan ko'pini tashkil etdi. 2005-yildan 2010-yilgacha Malayziyada muomaladagi obligatsiyalar qiymati mutloq ko'rinishda 2005-yildagi 27 milliard dollardan 2010-yilda 64 milliard dollargacha ko'tarildi. Malayziya tajribasi shuni ko'rsatadiki, obligatsiyalar bozoriga investorlarni jalb qilishning sukuk kabi innovatsion usullarini topish muhim. Malayziya 1983 yilda Islom bankchiligi bo'yicha maxsus qonun qabul qilgan dunyoda birinchi davlat hisoblanadi. Mazkur qonun hujjati "Islamic Banking Act" deb nomlanib Malayziyada ikki turdagi bank tizimi yondosh ravishda faoliyat yuritishi (Dual Financial System) yo'lga qo'yildi va mamlakat moliya bozorining gullab yashnashiga asosiy sabablardan biri bo'ldi.

Singapur tor mahalliy emitent bazasini yaratgan holda xorijiy firmalarni mahalliy emissiya qilishga rag'batlantirish orqali faol korporativ obligatsiyalar bozorini rivojlantirdi. 2009-yilda Singapur dollariga asoslangan obligatsiyalarning ichki emissiyasi 16 milliard dollardan oshdi, ularning to'rtidan bir qismi offshor kompaniyalarga tegishli. Bu muhim yutuqdir, chunki haqiqiy muammo xorijiy investorlarning chet elga sarmoya kiritishni istamagani edi. Singapurdagi bir qator omillar offshor kompaniyalar tomonidan emissiyani rag'batlantirdi. Huquqiy va tartibga soluvchi to'siqlar deyarli yo'q. Oshkora qilish hujjatlari juda oddiy, chunki ko'pchilik ulgurji xaridorlarga sotiladi. Mahalliy miqyosda amalga oshirilgan

boshqa masalalarda soliq deklaratsiyasini chiqarish sanasidan keyin Singapur Valyuta Agentligiga (MAS) va Singapur Ichki Daromad Agentligiga topshirishdan boshqa mahalliy soliqni topshirish talablari mavjud emas. Shuning uchun Singapur bozori AQSh reglamenti S yoki 144A masalalari kabi muqobillarga nisbatan juda raqobatbardosh bo'ldi. Mamlakatda 2009-yilda qabul qilingan moliya bozorini tartibga solish choralari ham bunga yordam berdi. Masalan, suverenlar, milliy va suveren tomonidan qo'llab-quvvatlanadigan korporativ tomonidan chiqarilgan AAA reytingli Singapur dollari qarz qimmatli qog'ozlari MAS doimiy obyekti ostida garov sifatida qabul qilinadi, banklarga ushbu qimmatli qog'ozlarni tartibga soluvchi likvid aktivlar sifatida ko'rib chiqishga ruxsat beriladi, ular Singapur davlat qimmatli qog'ozlari bilan bir xil. Singapur dollari qarz bozorida 2009-yilda 1,4 milliard AQSH dollari miqdoridagi milliy emissiyalarning o'sishi kuzatildi. Nihoyat, xorijiy emitentlarning Singapurga jalb qilinishiga erishildi va bu bilan Singapur xalqaro moliya markazlaridan biriga aylandi. 2022-yil Singapur xalqaro obligatsiyalar bozorida 656,6 mlrd. AQSH dollariga xalqaro aksiya bozorida esa 619,4 mlrd. AQSH dollariga teng kapitallashuvga erishdi. Ushbu ko'rsatkichlar so'ngi 15 yillikda Singapur moliya bozorining barqaror o'sib borganligini anglatadi. Malayziya va Singapur davlatlari har qanday davlat to'g'ri moliyaviy siyosat qo'llagan holda barqaror rivojlanishga erishish mumkinligini isbotlagan davlatlar hisoblanishadi. Shuning uchun mazkur davlatlar tajribasini O'zbekiston moliya bozori amaliyotida qo'llash foydali usul deb hisoblanadi.

Osiyo mamlakatlarining obligatsiyalar bozoridagi ishtirokini suveren obligatsiyalar emissiyasi orqali ham ko'rishimiz mumkin. Davlat tomonidan emissiya qilinadigan ushbu obligatsiyalar mahalliy va xalqaro bozorda joylashtirilgan. 1.3-jadval ma'lumotlaridan ko'rishimiz mumkinki, 2022-yil suveren obligatsiyalarning mahalliy va xalqaro bozorga emissiya qilinishi bo'yicha Xitoy davlati yaqqol ustunlik qilmoqda. Janubiy Koreya, Indoneziya, Malayziya, Saudiya Arabistoni, Filippin, Pokiston, Vetnam davlatlari ham yil davomida obligatsiyalar bozorida suveren obligatsiyalar emissiyasi bilan faol ishtirok etishgan. Hindiston, Tailand, Singapur, Eron hamda Qirg'iziston ushbu davrda

faqatgina mahalliy bozorga suveren obligatsiyalarini joylashtirish bilan cheklangan, ya'ni ular mazkur davrda xalqaro obligatsiyalar bozorida suveren obligatsiyalar vositasida kapital jalb qilishmagan.

1.3-jadval

Osiyo mamlakatlarining xalqaro va mahalliy bozorga chiqargan suveren obligatsiyalari tahlili²⁷

№	Davlatlar	Emissiya hajmi, mln. AQSh dollari. (2022-yil oktyabr holatiga)	Xalqaro bozorga emissiya qilingan suveren obligatsiyalar	Emissiya hajmi, mln. AQSh dollari	Mahalliy bozorga emissiya qilingan suveren obligatsiyalar soni
1	Xitoy	32 934	28	3 036 526	271
2	Hindiston	-	-	1 072 124	239
3	Janubiy Koreya	9 127	13	1 149 495	171
4	Indoneziya	85 454	71	335 183	207
5	Malayziya	4 300	6	227 415	127
6	Tailand	-	-	267 262	151
7	Singapur	-	-	344 903	104
8	Saudiya Arabistoni	76 650	27	150 067	84
9	Filippin	40 397	36	119 936	123
10	Eron	-	-	92 072	112
11	Pokiston	9 950	10	92 855	91
12	Vetnam	1 568	4	60 775	176
13	Qozog'iston	8 651	8	31 758	126
14	Qirg'iziston	-	-	1 060	128
15	Tojikiston	500	1	47	9

Shuningdek qo'shni Qozog'iston, Qizg'iziston, Tojikiston ham obligatsiyalar bozoriga o'z qimmatli qog'ozlarini, ya'ni suveren obligatsiyalarini joylashtirishga muvaffaq bo'lgan (1.3-jadval).

Bugungi kunda qo'shni Qozog'iston Respublikasining obligatsiyalar bozorida ishtirokini alohida e'tirof etish o'rinli. Chunki ushbu davlat Markaziy Osiyo davlatlari ichida eng yuqori kapitallashuvga ega moliya bozorini yuritmoqda. Hattoki moliya bozorining yangi yo'nalishi hisoblangan kriptovalyutalar bozorida ham ishtirokini ko'rish mumkin. Qozog'iston davlatining iqtisodiy jihatdan tanlagan yo'li mamlakat kapital bozorining ravnaq topishiga xizmat qilmoqda. Yuqorida keltirilgan jadvalda O'zbekiston ishtiroki

²⁷ <https://cbonds.com> ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlandi.

kuzatilmaydi. Chunki 2022-yildagi dunyodagi geosiyosiy vaziyat va qarz bozoridagi qarz kapitali foiz stavkasining nobarqarorligi va foiz stavkalarining yuqori bo'lganligi uchun O'zbekistonda suveren obligatsiyalar emissiyasi amalga oshirilmadi.

Ushbu paragraf doirasida bir qancha Osiyo davlatlarning kapital bozoridagi, xususan, obligatsiyalar bozoridagi ishtiroki, rivojlanish bosqichlari va imkoniyatlari ma'lum bir darajada o'rganildi. Obligatsiyalar bozorida yaxshi tajribaga ega bo'lgan davlatlarning ijobiy bozor yo'nalishlarini O'zbekistonda qo'llash nafaqat obligatsiyalar bozorini, shuningdek, umumiy kapital bozori faoliyatining takomillashuviga xizmat qiladi.

Birinchi bob bo'yicha xulosa

Moliyaviy resurs jalb etishda obligatsiyalardan foydalanishning nazariy-iqtisodiy asoslari bo'lgan birinchi bob bo'yicha quyidagi xulosalar shakllantirildi:

Obligatsiyalar iqtisodiy mohiyati jihatidan qarz munosabatini ifodalab yillar davomida o'z xususiyatlarini takomillashtirgan qimmatli qog'oz hisoblanib iqtisodchi olimlar tomonidan obligatsiyaga nisbatan keltirilgan barcha ta'riflarda uning qarz munosabati yuzasidan paydo bo'ladigan shartnomaviy qimmatli qog'oz ekanligini tushuntirishga harakat qilingan va obligatsiyalar qarz munosabatining huquqiylik va daromadlilik jihatlarini o'zida birdek namoyon qilgan qimmatli qog'oz turlaridan biri deyish maqsadga muvofiq.

Qimmatli qog'ozlarning resurs jalb qilishdagi imkoniyatlarining qanchalik yuqori ekanligi uning ommabopligi va qo'shimcha xusiyat hamda turlarining soniga ham bog'liq bo'lib jahon amaliyotida obligatsiyaning tasnifiy bo'linishiga ko'ra turlarining ko'p ekanligi uning moliyaviy jihatdan mablag'lar jalb qilishdagi imkoniyatlari keng ekanligidan dalolat beradi. Ayniqsa zamonaviy obligatsiya turlari hisoblangan yevroobligatsiya, yashil obligatsiya, ko'k obligatsiya, infratuzilma obligatsiyalari, katastrofik obligatsiya munosabatlarining paydo bo'lishi uning moliyaviy resurs jalb qilishdagi imkoniyatlari yana ham keng ekanligini tushuntirishga xizmat qiladi.

Jahon iqtisodiyotining globallashuvi sharoitida har qanday sohada zamonaviy texnologiyalarning mavjud ekanligi soha rivojlanishida ahamiyatli hisoblanib kapital bozori ishtirokchilari o'rtasidagi aloqa vositalarining sifati bozor qiymatiga ta'sir o'tkazmasdan qolmaydi. Moliya bozori qatnashchilari orasida zamonaviy turdagi axborot texnologiyalarining qo'llanilishi moliya bozori platformalariga masofadan turib kirish imkoniyatlarini yaratadi hamda obligatsiyalar bozorida operatsiyalarning aniq va tezkor bo'lishiga, savdolar hajmining oshishiga va yangi investorlarning bozorga kirib kelishiga o'z ijobiy ta'sirini ko'rsatadi.

Kapital bozorida ijobiy natijalarga erishishda yetakchi xorij mamlakatlari tajribasidan foydalanish qo'l keladi. Xususan, kapital bozorida uzoq yillardan buyon muvaffaqiyatli faoliyat yuritib kelayotgan AQSH, Janubiy Koreya, Malayziya kabi bir qancha xorij mamlakatlari bo'lib O'zbekiston kapital bozorida ana shunday xorij mamlakatlarining tajribasidan iborat gibril modelning qo'llanilishi undagi mavjud yangi salohiyatni ochib berishga imkoniyat yaratadi.

II BOB. OBLIGATSIYALAR VOSITASIDA MOLİYAVIY RESURLAR JALB QILISH AMALIYOTI TAHLILI

2.1 § Mamlakatimizga obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs jalb qilish amaliyoti tahlili

Iqtisodiyotning barcha sohalarida davlatning ishtiroki muhim hisoblanib moliya bozorining bir qismi bo'lgan obligatsiyalar bozorini tartibga solish hamda takomillashtirishda ham yuqori ahamiyatlilikka egadir. Obligatsiyalar bozorida davlat asosan qonun chiqaruvchi va ikkinchi tomondan emitent sifatida namoyon bo'ladi. Korporativ obligatsiyalarni hisobga olmaganda, davlat barcha turdagi obligatsiyalarning emitenti hisoblanadi. Umuman olganda, davlat qarz ko'rinishidagi moliyaviy resurslarni jalb qilishda deyarli barcha obligatsiya shakllaridan foydalanadi. Masalan, davlat obligatsiyalari, davlat g'azna majburiyatlari, munitsipal obligatsiyalar, infratuzilma obligatsiyalari va fond bozoriga nisbatan yaqin yillarda kirib kelgan yevroobligatsiyalar munosabatlarida davlatning ishtirokini ko'rish mumkin. Davlat obligatsiyalarini chiqarishdan maqsad davlat byudjetida kuzatilgan taqchillikni bartaraf etish, shuningdek, ijtimoiy ahamiyati yuqori bo'lgan infratuzilma loyihalarini moliyalashtirish, iqtisodiyotdagi davlat sektorini moliyaviy resurs bilan ta'minlashdir. Davlat obligatsiyalari huquqiy jihatdan davlatning kafolati bilan kafolatlanganligi sababli investitsiya aktivlarining ishonchli turi hisoblanadi. Jismoniy va yuridik shaxslar uchun davlat obligatsiyalarini sotib olish o'z mablag'lari va jamg'armalarini ishonchli saqlash usuli hamdir. Lekin bu usulda aholi va korxonalar davlatning iqtisodiy barqarorligi va moliya bozorining rivojlanganligini hisobga olishi lozim. Shuningdek, davlat obligatsiyalarining ijobiy xususiyatlaridan biri ular bo'yicha olingan daromadlar soliqqa tortilmaydi. Shuningdek, davlat obligatsiyalari daromadli qog'ozlar hisoblanganligi uchun ularni garovga qo'yish, sotish va ulardan kapital sifatida foydalanish mumkin. "Davlat obligatsiyalari bozori Moliya vazirligi tomonidan tartibga solinadi, qimmatli qog'ozlarni joylashtirish, ularning muomalada bo'lishi va ular narxining to'lanishi Markaziy bank yordamida amalga

oshiriladi. Bu bozorning afzalligi shundaki, unda tranzaksiyalarga xizmat ko'rsatuvchi o'zaro bog'langan savdo, depozitar va hisob-kitob tizimlari mavjud"²⁸.

Davlat obligatsiyalarining kamchiliklariga to'xtalib o'tadigan bo'lsak, davlat obligatsiyalarining kupon stavkasi korporativ obligatsiyalar bo'yicha to'lanadigan kupon stavkaga qaraganda past qiymatga ega. Davlat obligatsiyalari bo'yicha belgilangan to'lovlar ba'zi holatlarda kechiktirilishi, muddati uzaytirilishi mumkin. Masalan, davlat iqtisodiy qiyinchiliklarga (defolt) uchragan vaqtlarda ushbu holat ro'y beradi va bunday holatlar davlat obligatsiyalari bo'yicha mablag'larning kutilgan vaqtda qaytmaslik riskini keltirib chiqaradi. Davlat obligatsiyalari bo'yicha belgilangan kupon stavka ko'pincha Markaziy bankning asosiy stavkasi yoki yillik inflyatsiya darajasiga bog'liq holda belgilanadi. Agar asosiy stavka yoki inflyatsiya darajasi tushsa, obligatsiyadan kutilayotgan daromadlilik ham o'z-o'zidan tushadi. Bu o'z navbatida davlat obligatsiyalarining ichki iqtisodiyotga moslashuvchan ekanligini anglatadi.

O'zbekiston Respublikasida davlat obligatsiyalari bo'yicha birinchi davlat obligatsiyalari emissiyasi aholi uchun ichki yutuqli zayom ko'rinishida 1992-yilda amalga oshirildi. Ushbu zayom obligatsiyalari bo'yicha daromadlar yutuqlar ko'rinishida to'lanishi nazarda tutilgan bo'lib yutuqlarning umumiy miqdori zayomning yiliga o'rtacha 12 foizi hisobidan 20 yillik muddatga belgilangan. So'ndirilish davri mobaynida zayomlar obligatsiyasi umumiy hajmining 32 foiziga yutuq chiqishi va obligatsiyalarning qolgan 68 foizi esa, zayomning muddati tugagach, ularning nominal qiymati bo'yicha qayta sotib olinishi belgilangan edi. Shundan so'ng 1996-yil korxona va tashkilotlar uchun davlat qisqa muddatli obligatsiyalari shaklidagi obligatsiya zayomlari chiqarildi. Mamlakatimizda 6 oylik qisqa muddatli davlat obligatsiyalari 1997-yilning mart oyidan boshlab chiqarila boshlandi. Mustaqillikning ilk yillarida bu kabi qilingan iqtisodiy islohotlardan ko'zlangan asosiy maqsad davlat g'aznasini to'ldirish hamda iqtisodiyotga pul ta'minotini yetkazish edi.

²⁸ K.Z.Xomitov, F.T.Muxamedov Moliya bozori va birja ishi. O'quv qo'llanma. – Toshkent. 2009. – 168 b.

Respublikadagi iqtisodiy vaziyat, davlat pul birligining almashishi va inflyatsiya darajasining yuqori ekanligi O‘zbekiston Respublikasining 1992-yildagi 12 foizli ichki yutuqli obligatsiyalari so‘ndirilish qiymatiga salbiy ta’sir ko‘rsatdi hamda aholi o‘rtasida qimmatli qog‘ozlar bozoriga, xususan, davlat obligatsiyalariga bo‘lgan ishonchning pasayishiga olib keldi.

2.1-jadval

O‘zbekiston Respublikasining 1992-yilgi ichki yutuqli zayomi obligatsiyalari narxi va so‘ndirilish koeffitsiyenti²⁹

Obligatsiyalarning nominal qiymati (so‘mda)	250	500	1000
Emissiya qilinishi reja qilingan obligatsiyalar miqdori (mln.so‘m)	2500 (yutuqli)/5500 (yutuqsiz)		
Yutuqli va yutuqsiz obligatsiyalar ulushi	32 % yutuqli/ 68 % yutuqsiz		
Indeksatsiyalash koeffitsiyenti	1,373 (1994 yildan 2014-yilgacha eng kam ish haqi 1 373 marta oshganligi hisobidan)		

Nominal qiymati 250, 500 va 1000 so‘mlik bo‘lgan O‘zbekiston Respublikasining 1992-yilgi 12 foizli ichki yutuqli obligatsiyalari so‘ndirilishida davlat obligatsiyalaridan kutilayotgan ijobiy natijaga erishilmadi (2.1-jadval). Buning asosiy sababi 1994-yildagi milliy valyutaning o‘zgarishi, ya’ni 1000 so‘m kupon = 1 so‘m bo‘lganligi va mamlakatda inflyatsiya darajasining yuqorililigi bo‘ldi. Davlat obligatsiyalarining 20 yillik davomiyligi tahlillari asosida shuni ta’kidlash mumkinki, 500 so‘mlik obligatsiyaning so‘ndirilish va bozor bahosi qiymatdagi farqi – 12 444,70 so‘mni tashkil etgan va bu holat o‘z moliyaviy mablag‘larini davlat obligatsiyalariga investitsiya sifatida kiritgan fuqarolar uchun salbiy yo‘qotish bo‘lib, ularning obligatsiyalar bozoriga bo‘lgan qiziqishi va ishonchini so‘ndirgan. Obligatsiyalar bo‘yicha dastlabki operatsiyalar orqali ko‘zlangan maqsadlarga erisha olinmadi. Buning natijasida, O‘zbekiston moliya bozorida obligatsiyalar bilan savdolar bir muddat amalga oshirilmadi. Bugungi kunda davlat obligatsiyalarining asosiy investori bu yuridik shaxslar hisoblanib, jismoniy shaxslarning davlat obligatsiyalari savdolaridagi ishtiroki deyarli sezilmaydi. Bu kabi holatlarda obligatsiyalar bilan bog‘liq moliyaviy risklarni

²⁹ A.I.Karimov, Aholining bo‘sh pul mablag‘larini jalb qilish orqali qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish: Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent, 2021.

boshqarish va investorlar manfaatlarini himoya qilishda zaruriy choralar ishlab chiqish muhim hisoblanadi. Shu maqsadda davlat qimmatli qog'ozlari bilan savdolarini amalga oshirishda yangi hisob-kitoblar (kliring) modelini ishlab chiqish va uning bir qismi sifatida investorlar uchun qulaylik yaratish maqsadida risk menejmenti amaliyotini joriy etish hamda davlat qimmatli qog'ozlari bilan savdolar amalga oshirilganda qimmatli qog'ozlar va pul mablag'larini oldindan depozitga qo'yish talablarini bekor qilish maqsadga muvofiq. Mahalliy kapital bozorida davlat obligatsiyalarining ulushi yuqoriligini hisobga oladigan bo'lsak, bu kabi amaliyotning qo'llanilishi kapital bozori investorlarini jumladan, jismoniy shaxslarni ham davlat qimmatli qog'ozlarini sotib olishga bo'lgan qiziqishining yanada yuqori bo'lishiga, shuningdek, davlat qimmatli qog'ozlariga bo'lgan ishonch oshishiga ham olib keladi.

Bugungi kunda O'zbekiston Respublikasida quyidagi shakldagi davlat qimmatli qog'ozlarining turlari amal qilmoqda:

- O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va Moliya vazirligi tomonidan hujjatsiz, ya'ni elektron shaklda chiqarilgan va tijorat banklari, shuningdek boshqa yuridik shaxslar – O'zbekiston Respublikasi rezidentlari o'rtasida joylashtiriladigan kuponli va diskontli g'aznachilik majburiyatlari va obligatsiyalari;

- O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan hujjatsiz shaklda chiqarilgan va tijorat banklari o'rtasida joylashtiriladigan obligatsiyalar.

Davlat qimmatli qog'ozlari fond bozoriga oddiy auktsion shakldagi usulda joylashtiriladi. Ular bilan bog'liq oldi-sotdi operatsiyalari auktsion savdolarida uzluksiz ikki tomonlama auktsion uslubida amalga oshiriladi. Davlat qimmatli qog'ozlari savdolarini tashkil etish va o'tkazishda quyidagi normativ-huquqiy hujjatlarga asoslangan holda tartibga solinadi:

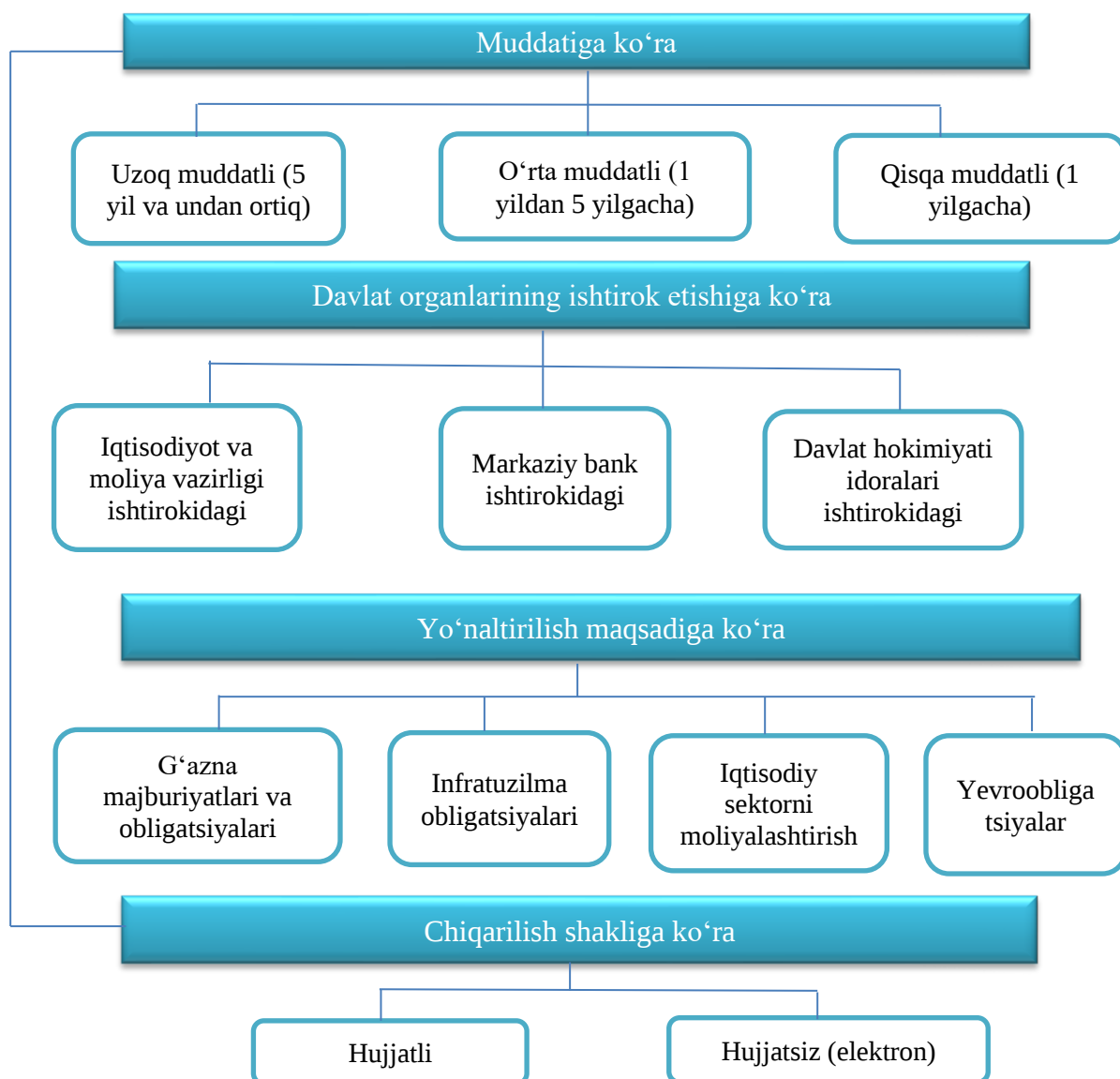
- O'zbekiston Respublikasi Valyuta Birjasida davlat qimmatli qog'ozlari bilan savdolar o'tkazish qoidalari;

- O'zbekiston Respublikasi Valyuta Birjasida O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining obligatsiyalari bilan savdolar o'tkazish qoidalari.

Davlat qimmatli qog'ozlarning muomalasi bo'yicha barcha oldi-sotdi operatsiyalar va ular bilan bog'liq boshqa munosabatlar Markaziy bank va O'zbekiston Respublikasi Valyuta Birjasi bilan tuzilgan bitimlar asosida operatsiyalarni o'tkazishga vakolatli dilerlar orqali amalga oshiriladi. Davlat qimmatli qog'ozlari bozori ishtirokchilari uchun qo'shimcha imkoniyatlar yaratish maqsadida O'zbekiston Respublikasi Valyuta Birjasida "O'zRVBda O'zbekiston Respublikasining davlat qimmatli qog'ozlari bilan REPO operatsiyalarini tuzish va amalga oshirish qoidalari"ga muvofiq amalga oshiriladigan to'g'ridan-to'g'ri va dilerlar o'rtasida REPO bitimlarni tuzish mexanizmlari joriy etilgan.

Respublikamizda 1996-yildan 2011-yilgacha yuridik shaxslar uchun davlat qimmatli qog'ozlari muomalaga chiqarilib, ular tijorat banklari o'rtasida joylashtirilgan. 2012-yilga kelib esa davlat qimmatli qog'ozlarining muomalaga chiqarilishi to'xtatilgan. Bu davr respublikamiz obligatsiya bozoriga salbiy ta'sir ko'rsatib uning rivojlanishining ortga surilishiga sabab bo'ldi. Shuningdek bu davrda davlat qarz kapitalini jalb qilishda tashqi kredit instrumentidan ko'proq foydalana boshladi. Vaholangki, bu kredit munosabatlarining rivojlanishiga olib kelgan bo'lsada, O'zbekiston obligatsiyalar bozorining jahon moliya bozoriga integratsiyalashuvini ortga surdi. Davlat tomonidan 6 yillik uzoq muddatli obligatsiyalar chiqarilishidagi uzilishdan so'ng davlat budjeti defitsitini qoplash manbalarini diversifikatsiya qilish hamda ichki moliya bozorlarini rivojlantirish maqsadlarida 2018-yil dekabr oyida davlat qimmatli qog'ozlari chiqarish amaliyoti qayta yo'lga qo'yildi. Markaziy bank ochiq bozor operatsiyalarini faollashtirish maqsadida 2018-yildan davlat qimmatli qog'ozlarini muomalaga chiqarish borasida Iqtisodiyot va moliya vazirligi hamda kapital bozorini tartibga soluvchi vakolatli organlar bilan tegishli tadbirlarni amalga oshirib kelmoqda. Bugungi kunda O'zbekiston respublika valyuta birjasida (O'zRVB) elektron savdo-depozitar platformasi joriy etilgan bo'lib, mazkur platforma orqali davlat qimmatli qog'ozlarining dastlabki joylashtirilishi va muomalasini tashkil etish va amalga oshirish, tuzilgan bitimlar bo'yicha operatsiyalar kliringini va hisob-kitobini o'tkazish, davlat qimmatli qog'ozlariga bo'lgan huquqlarni saqlash va hisobga olish amalga oshiriladi. Shuningdek O'zbekiston respublika valyuta birjasining

UZCE mobil ilovasi ham yaratilgan bo‘lib bu ilova orqali ham birja savdolarini va unga tegishli bo‘lgan jarayonlarni kuzatib borish mumkin.



2.1-rasm. Davlat obligatsiyalarning tasniflanishi va turlari³⁰

Kapital bozori umumiy kapitallashuvi jihatidan olib qaralganda eng ko‘p turdagi ko‘rinishga ega bo‘lgan qimmatli qog‘oz sifatida obligatsiyalarni ta’kidlash mumkin. Moliya bozori munosabatlarining takomillashuvi, moliyaviy mablag‘larni jalb qilish imkoniyatlari va yo‘llarining ko‘payishi natijasida obligatsiyalarning turlari paydo bo‘lmoqda. Mamlakatimiz moliya bozorida obligatsiyalar vositasida kapital jalb qilishda asosan davlat yetakchilik qiladi va bu jarayonda davlat obligatsiyalarining turlari va xususiyatlari ham bozor talablariga moslashib

³⁰ Iqtisodiy adabiyotlar asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

bormoqda. Shu nuqtayi nazardan, davlat obligatsiyalarini yuqoridagi tartibda tasniflash va turlarga bo'lish maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz.

Dastlab tasniflanishni obligatsiyalarning amal qilish muddatiga qaratdik va muddatiga ko'ra uchga (uzoq, o'rta, qisqa) bo'ldik. 5 yil va undan ortiq muddatga emissiya qilinadigan obligatsiyalar uzoq muddatli obligatsiyalar hisoblanadi. O'rta muddatli obligatsiyalar sifatida muomala davri 1 yildan 5 yilgacha davrni o'z ichigan olgan obligatsiyalar tushuniladi. Qisqa muddatli obligatsiyalarga esa bir yildan kam muddatga (3 oy, 6 oy, 9 oy) chiqarilayotgan obligatsiyalar nazarda tutilgan. Hattoki bu muddat yaxlitlanmagan kunlardan ham iborat bo'lishi mumkin. Bugungi kunda qisqa muddatli obligatsiyalarga fond bozorida katta qiziqish bildirilmoqda. So'ngi 3 yilda (2020-2021-2022-yillar) respublikamizda qisqa muddatli obligatsiyalar emissiyasi umumiy bozorning salmoqli ulushini tashkil etmoqda.

Tasniflanishning keyingi turida obligatsiyalarni emissiya qilishda davlat organlarining ishtirokiga e'tibor qaratdik. Ya'ni emitent sifatida Iqtisodiyot va Moliya vazirligi, Markaziy bank, davlat hokimiyati idoralari ishtirok etishadi.

Obligatsiyalar orqali jalb qilingan mablag'larni yo'naltirish bo'yicha ham turlarga bo'lishni tavsiya etdik. Bunda g'aznachilik majburiyatlari va obligatsiyalari aynan davlat byudjeti taqchilligini qoplash uchun yo'naltiriladi, infratuzilma obligatsiyalari infratuzilma obyektlarini qurish ta'mirlash kabi maqsadlarga yo'naltiriladi, davlat korporativ obligatsiyalari orqali jalb qilingan mablag'lar korporativ tuzilmalar moliyaviy holatiga qartiladi, yevroobligatsiyalar orqali jalb qilingan mablag'lar esa hukumat va Prezident qarorlari asosida iqtisodiyotni rivojlantirishga qaratiladi.

Keyingi kichik guruhlash bo'yicha davlat obligatsiyalarini hujjatli (qog'oz shaklda) va hujjatsiz (elektron) shaklda turlarga ajratdik (2.1-rasm). "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonunning 4-moddasida "aksiyalar, korporativ va infratuzilma obligatsiyalari, shuningdek depozitar tilxatlar hujjatsiz shaklda chiqarilishi"³¹ belgilab qo'yilgan. Shu o'rinda mazkur obligatsiyalarning

³¹ O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi 387-sonli Qonuni, 03.06.2015.

nomlanishidagi “hujjatsiz” soʻzi oʻrnida faqat “elektron shaklda chiqariladigan” soʻzini qoʻllash maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz. Chunki barcha turdagi obligatsiyalarning emissiyasi huquqiy asos va maʼlum hujjatga tayangan holda amalga oshiriladi.

Koʻpchilik rivojlangan davlatlar amaliyotidan maʼlumki, davlat qimmatli qogʻozlar bozorining tashkil etilishi va uning samarali faoliyat yuritishi davlat byudjetiga zaruriy mablagʻlarni jalb qilishning eng optimal shakllaridan biri hisoblangan va davlat iqtisodiyotining ham rivojlantirishga xizmat qilgan. Mamlakatimizda ham obligatsiyalar bozori tashkil etilganligining ilk yillaridan boshlab asosiy eʼtibor moliya bozori qatnashchilari sonini kengaytirish, bozordagi talabga izchillik bilan moslashish, uzoq muddatli davlat qimmatli qogʻozlarini joriy etish orqali ijobiy daromadlilik chizigʻini shakllantirishga qaratilgan edi. Shu maqsadda savdolar oʻtkazilishi moʻljallangan auktsionlar jadvali haqida oldindan xabardor qilish orqali ishtirokchilarda koʻnikma hosil qilish choralari koʻrildi hamda 2020-yilda obligatsiyalar bozorida katta tajribaga ega boʻlgan AQSH Gʻaznachiligi konsultantlari yordamida mahalliy bozorni takomillashtirish, xalqaro bozorga chiqish imkoniyatlarini koʻrib chiqish, bozor infratuzilmasini isloh qilish hamda xorijiy investorlarni jalb qilish imkoniyatlarini oʻz ichiga oluvchi dastur ishlab chiqildi. Natijada 2020-2022-yillarda davlat qimmatli qogʻozlari bilan bogʻliq savdo operatsiyalari va obligatsiyalarga doir munosabatlar sezilarli darajada rivojlandi. Shu oʻrinda taʼkidlash lozimki, har qanday soha rivojlanishida malakali, amaliy koʻnikmalarga ega boʻlgan tajribali kadrlarning ahamiyati yuqori hisoblanadi. Davlat obligatsiyalarining kapital bozordagi ishtirokiga eʼtibor qaratadigan boʻlsak, 6 yillik uzoq tanaffusdan soʻng 2018-yilda davlat obligatsiyalari fond bozoriga qaytadan muomalaga kiritildi. 2018-yilda birlamchi bozorda 592,16 mlrd soʻmlik davlat obligatsiyalari bilan savdolar amalga oshirildi. Bu moliya bozoriga moslashish uchun olingan qiymat edi. Keyingi yilda esa davlat qimmatli qogʻozlarining savdo hajmi sezilarli darajada oshganligini koʻrishimiz mumkin. 2019-yilda birlamchi bozorda 1 590,26 mlrd soʻmlik, ikkilamchi bozorda

esa 1 168,30 mlrd soʻmlik davlat obligatsiyalari bilan savdolar amalga oshirildi.

2.2-jadval

Oʻzbekiston Respublika valyuta birjasida davlat qimmatli qogʻozlari savdolari³²

Yillar	2018	2019	2020	2021	2022
Birlamchi bozor (mlrd.soʻm)	592,16	1 590,26	10 191,82	24 850	87 300
Ikkilamchi bozor (mlrd.soʻm)	-	1 168,30	1 072,11	3 333	10 000
REPO operatsiyalar (mlrd.soʻm)	-	-	10 216,20	2 670	540
Jami DQQ hajmi (mlrd soʻm)	592,16	2 758,56	21 480,13	30 848,63	97 840

2020-yildan boshlab davlat obligatsiyalari savdolari yangi bosqichiga koʻtarildi deyishimiz mumkin. Davlat qimmatli qogʻozlari bozoridagi savdolarning umumiy hajmi 2020-yil yakuniga koʻra 21,48 trln. soʻmni tashkil etib, oʻtgan yilning shu koʻrsatkichiga nisbatan 7 barobardan ortiq yoki 18,72 trln. soʻmga koʻp savdolar amalga oshirilgan. 2020-yilda savdolarning umumiy hajmi tarkibida davlat qimmatli qogʻozlarini birlamchi joylashtirish ulushi 47,45 foiz (10,19 trln. soʻm), ikkilamchi savdolar – 4,99 foiz (1,07 trln. soʻm) va REPO operatsiyalari – 47,56 foiz (10,22 trln. soʻm) ni tashkil etadi. 2020-yil Covid-19 pandemiyasi butun dunyo iqtisodiy sohalariga taʼsir etganligiga qaramasdan Oʻzbekiston davlat qimmatli qogʻozlari savdolarida sezilarli oʻsish kuzatilgan. Bu davlatning kapital bozorida olib borayotgan strategik va taktik qarorlar natijasi deyishimiz mumkin. Keyingi 2021-2022-yillarda ham kapital bozorida davlatning salmoqli ishtirokini koʻramiz. Davlat obligatsiyalari bozoriga Markaziy bank va vazirlikdan tashqari davlatning boshqa organlarini ham jalb etish mazkur bozor ishtirokchilarining kengayishiga va sohada raqobat muhitining yaxshilanishiga xizmat qiladi. Oʻzbekiston fond bozorida davlat obligatsiyalarining hajmi jihatdan 2022-yilda eng koʻp savdolar amalga oshirilgan boʻlib umumiy savdo aylanmasi 97,84 trln soʻmni tashkil etdi. Bunda birlamchi savdolar ulushi 89,22% (87,29 trln soʻm), ikkilamchi savdolar 10,23% (10 trln soʻm), REPO bitimlar 0,55% ni tashkil qildi

³² <https://www.uzrvb.uz> OʻzRVB ning yillik hisobotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

(2.2-jadval).

Yuqoridagi raqamlar davlat obligatsiyalari savdolarining sezilarli darajada o'sganligini va milliy fond bozorining rivojlanishida o'z hissasini qo'shayotganligi bildiradi. Ammo bozor tarkibi jihatidan davlat obligatsiyalari bo'yicha REPO operatsiyalarining amalga oshirilishida yillar bo'yicha o'sish trendi mavjud emas. Bu esa bozorning REPO operatsiyalari bo'yicha yaxshi rivojlanmaganligini va REPO operatsiyalariga bo'lgan munosabatni o'zgartirish kerak ekanligini bildiradi.

2.3-jadval

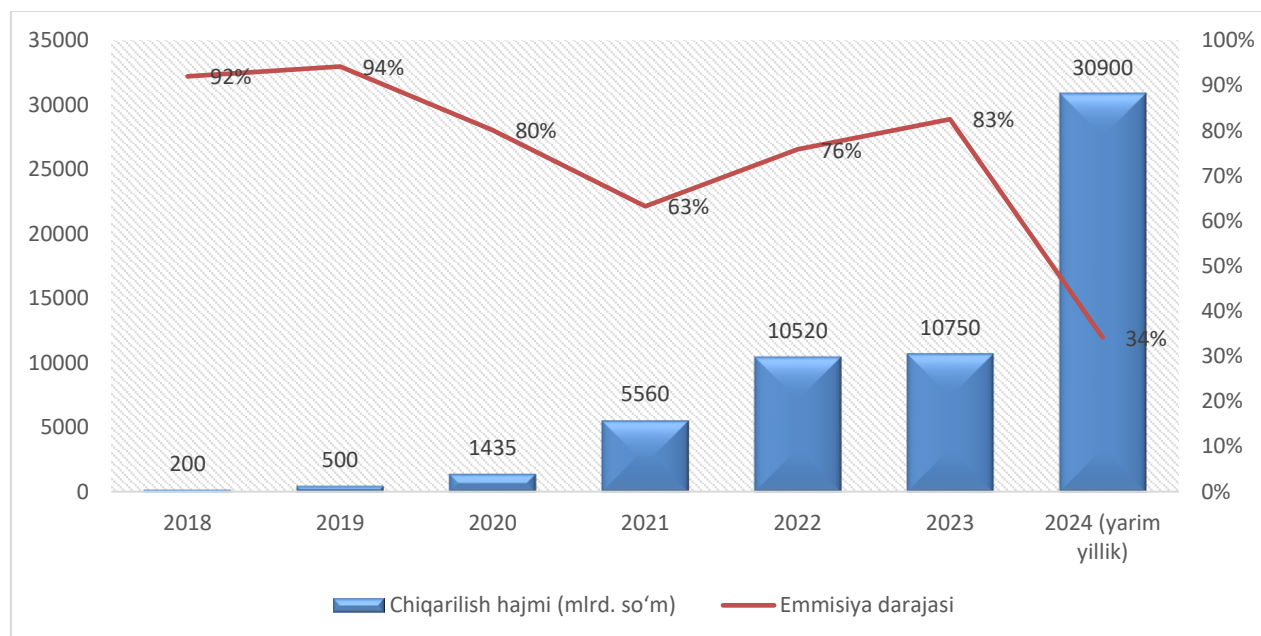
Davlat obligatsiyalarining emissiya qilinishi tahlili³³

Chiqarilgan yili	Davlat obligatsiyasi turi	Chiqarilish hajmi (mlrd. so'm)	Joylashtirish summasi (mlrd. so'm)	Emmissiya darajasi	O'rtacha tortilgan yillik daromad darajasi
2018	Diskont	200	184,12	92%	14,14%
2018	Kupon stavkali	400	411,78	103%	14,54%
2019	Diskont	500	471,05	94%	13,81%
2019	Kupon stavkali	1050	1119,3	107%	11,28%
2020	Diskont	1435	1149,79	80%	14,18%
2020	Kupon stavkali	1000	946,54	95%	14,52%
2021	Diskont	5560	3516,23	63%	13,27%
2021	Kupon stavkali	2010	1052,74	52%	13,74%
2022	Diskont	10520	7979,46	76%	16,41%
2022	Kupon stavkali	5510	4594,28	83%	17,77%
2023	Diskont	10750	8873,96	83%	17,01%
2023	Kupon stavkali	10500	8814,45	84%	17,38%
2024 (yarim yillik)	Diskont	30900	10562,47	34%	16,60%
2024 (yarim yillik)	Kupon stavkali	28300	7934,14	28%	17,53%

Yuqoridagi jadval ma'lumotlariga qaraydigan bo'lsak, diskontli va kuponli davlat obligatsiyalarining har ikkalasida ham chiqarilish hajmi va joylashtirish hajmida farqlar bor. Yani barcha chiqarilgan davlat obligatsiyalari bozorda to'liq joylashtirilmagan. Buning asosiy sababi esa obligatsiyalardan ko'riladigan yillik daromadlilik darajasi hisoblandi (2.3-jadval). E'tibor beradigan bo'lsak davlat

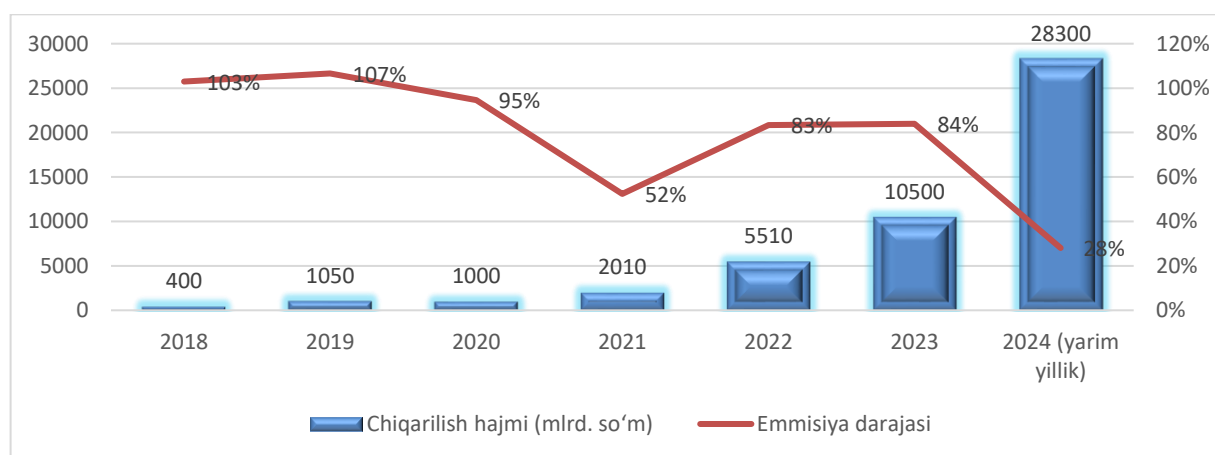
³³ [https:// www.cbu.uz](https://www.cbu.uz) - O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki rasmiy veb-sayti

obligatsiyalari bo'yicha o'rtacha daromadlilik oshib bormoqda ammo uning joylashtirilishi esa nisbatan kamayib bormoqda. Bunga esa davlat obligatsiyalari sotib olishdagi to'siqlar o'z ta'sirini o'tkazmoqda.



2.2-rasm. Diskont daromadli davlat obligatsiyalarining joylashtirilish dinamikasi³⁴

Diskont daromadli obligatsiyalar emissiyasida 2018-yildan to 2024-yil birinchi yarim yillik davri davomida obligatsiyalarning to'liq joylashtirilmaganligiga guvoh bo'lamiz. Hattoki 2021-yilda bozor talabi 63 %ni tashkil etgan (2.2-rasm). Ushbu davrning ijobiy tomonlaridan biri bozor kapitallashuvi davr boshiga nisbatan sezilarli darajada ko'tarilgan.



2.3-rasm. Kupon stavkali davlat obligatsiyalarining joylashtirilish dinamikasi³⁵

³⁴ [https:// www.cbu.uz](https://www.cbu.uz) sayti ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlandi

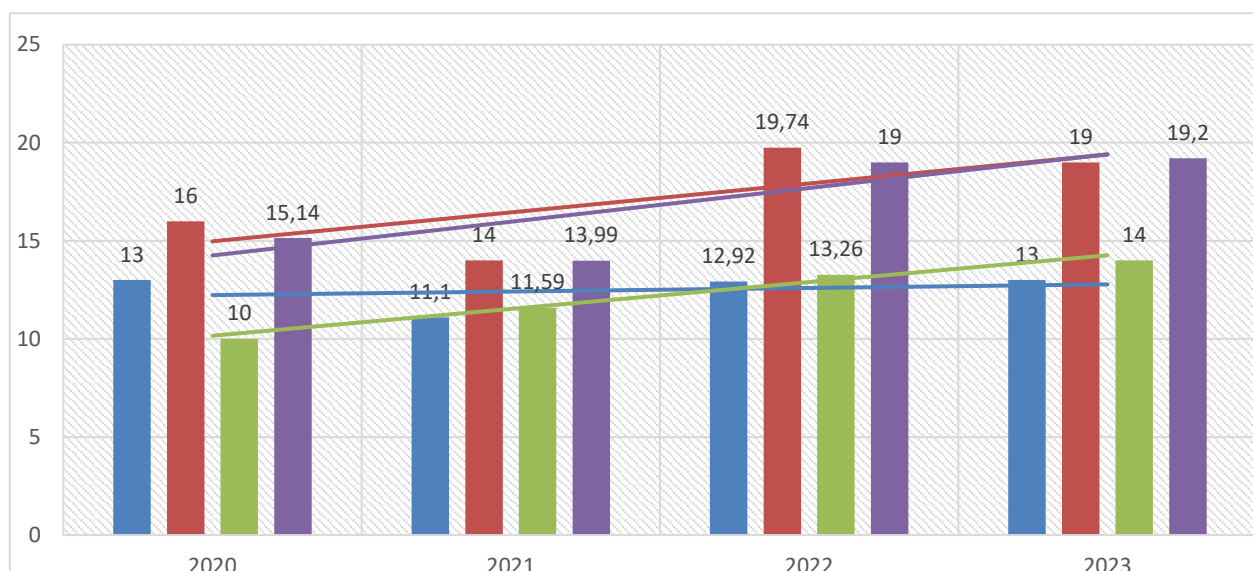
³⁵ [https:// www.cbu.uz](https://www.cbu.uz) sayti ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlandi

Emissiya qilingan kupon stavkali davlat obligatsiyalariga 2018- va 2019-yillarda bozor talabi 100 foizdan ham yuqori bo'lgan. Buning asosiy sabablaridan biri obligatsiyalarning o'rtacha daromadliligi mazkur yillarda yuqori ko'rsatkichni qayd etgan. Keyingi yillarda joylashtirilish jarayonlarida pasayish tendensiyasi kuzatilgan. Kupon stavkali davlat obligatsiyalari ham diskontli obligatsiyalar singari 2021-yilda joylashtirish jarayonlari yuqori natijani qayd etmagan holda 52 foiz joylashtirilishga erishgan (2.3-rasm).

Davlat obligatsiyalari mahalliy bozorda salmoqli ulushga ega bo'lsa ham YaIMga nisbatan yoki boshqa xorijiy davlatlarning fond bozoriga nisbatan qo'llaydigan formulalariga nisbatan ancha past darajada. Bunga bir qancha omillar o'z ta'sirini o'tkazadi. Masalan, mahalliy investorlarning xarid qobiliyatining yuqori emasligi, inflyatsiya darajasining obligatsiyadan yuqori daromad olishga to'sqinlik qilishi, davlat obligatsiyalarini sotib olishdagi depozit qo'yish talablari hamda davlat obligatsiyalarining daromadlilik darajasini ko'rsatish mumkin. Mazkur muammolar yechimining bir yo'nalishi sifatida davlat obligatsiyalari bilan amalga oshiriladigan savdolarida qimmatli qog'ozlar va pul mablag'larini oldindan depozitga qo'yish talabini bekor qilish orqali davlat obligatsiyalari muomalasini kengaytirish mumkin.

Davlat obligatsiyalariga belgilangan kupon stavkalari bo'yicha to'lovlar miqdori aniq bo'lishi bilan bir vaqtda uning bozor bahosiga ko'ra daromadliligi ham obligatsiya investorlarining doimiy e'tiborida bo'ladi. So'nggi yillarda davlat obligatsiyalarining daromadliligiga e'tibor qaratadigan bo'lsak, obligatsiyalar bo'yicha foiz stavkalarining o'sganligini hamda obligatsiyalar o'rtacha daromadliligi ham oshganligini ko'rishimiz mumkin.

Moliya vazirligi (Iqisodiyot va moliya vazirligi) emitentligi vositasida chiqarilgan davlat obligatsiyalari daromadliligi 2020-2023-yillarda Markaziy bankning qayta moliyalashtirish stavkasi va undan biroz farq qilgan holda, 13 foizdan 19 foizgacha intervalda bo'lgan. Mazkur yillarda Markaziy bank obligatsiyalarining o'rtacha daromadliligi 10 foizdan 19,2 foizgacha o'sgan. Oxirgi



4 yillik davr tahlil qilinganda davlat obligatsiyalarining oʻrtacha daromadlilikini koʻrishimiz mumkin.

2.4-rasm Davlat obligatsiyalari boʻyicha olinadigan minimal va maksimal daromadlilik³⁶

2020-yilning davomida Moliya vazirligi tomonidan emissiya qilingan davlat qimmatli qogʻozlarining daromadlilik meʼyori Markaziy bankning asosiy stavkasi va respublika iqtisodiyotidagi stavkalarga yaqin diapazonda boʻlib, 13 foizdan 16 foizgacha intervalda boʻlgan. Oʻzbekiston Respublika Valyuta Birjasining maʼlumotlariga koʻra davlat obligatsiyalari kimoshdi savdosidagi savdolar hajmi 88 milliard soʻmdan 750 milliard soʻmgacha oʻzgargan.

2020-yilgi davr mobaynida Markaziy bank tomonidan taqdim etilgan obligatsiyalarning Oʻzbekiston Respublika Valyuta Birjasida oʻtkazilgan auksion natijalariga koʻra oʻrtacha tortilgan daromadlilik 10 foizdan 15,14 foizgacha boʻlgan oraliqda tebrandi. Bir kimoshdi savdosidagi savdolar hajmi 70,8 milliard soʻmdan 301,7 milliard soʻmgacha oʻzgargan.

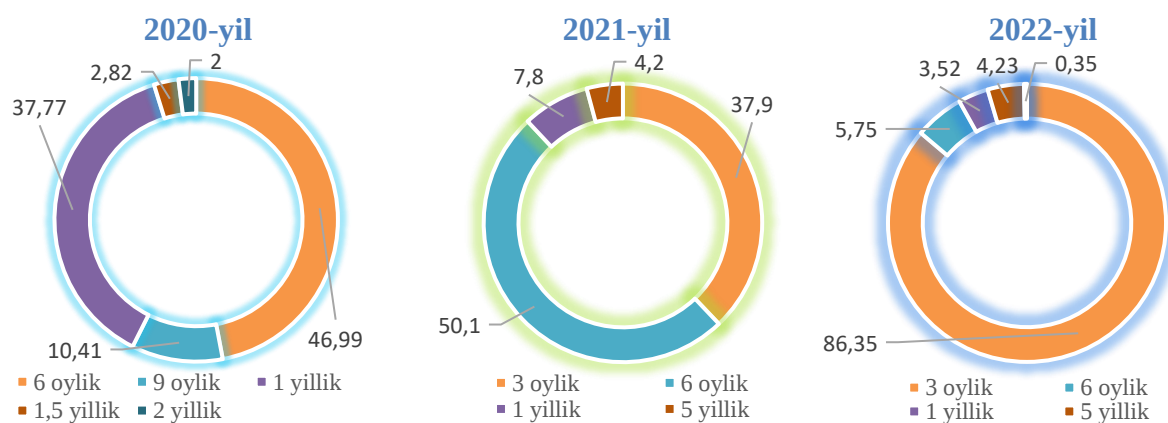
Moliya vazirligi tomonidan 2021-yilda chiqarilgan davlat qimmatli qogʻozlarini joylashtirish daromadlilik Markaziy bankning asosiy stavkasiga yaqin boʻlgan va yillik 11,1 foizdan 14 foizgacha oʻzgarib turgan. Hisobot davrida bitta auksionda 4,95 milliard soʻmdan 280,44 milliard soʻmgacha boʻlgan miqdorda davlat qimmatli qogʻozlari joylashtirilgan.

2021-yilda oʻtkazilgan birja auksionlari savdolari natijalariga koʻra

³⁶ <https://www.uzrvb.uz> OʻzRVBning yillik hisobotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Markaziy bank obligatsiyalarini joylashtirish bo'yicha o'rtacha tortilgan daromadlilik 11,59 - 13,99 foiz diapazonida o'zgarib turgan. Hisobot yili davomida Markaziy bank tomonidan bitta aukSIONda 23,90 milliard so'mdan 586,37 milliard so'mgacha bo'lgan qimmatli qog'ozlar joylashtirilgan.

2022-yil davomida Moliya vazirligi obligatsiyalarining o'rtacha daromadliliği 12,92 foizdan 19,74 foizgacha oraliqda bo'ldi. Markaziy bank obligatsiyalari bo'yicha o'rtacha daromadlilik esa 13,26 foizdan 19 foizgacha oraliqda bo'ldi (2.4-rasm). Davlat obligatsiyalarining daromadlilik miqdorining oshishi uni sotib olishga bo'lgan talabning ko'payishiga sabab bo'ladi. Yuridik shaxslar davlat obligatsiyalarining asosiy investorlari ekanligini hisobga olsak, bugungi sharoitda passiv pullardan topiladigan 19 % atrofidagi daromadlilik ular uchun moliyaviy aktivlarni riskdan himoyalagan holda ko'paytirishning yaxshi yo'li hisoblanadi. Chunki yuridik shaxslar xususiy mablag'larini bank omonatlariga yo'naltirgan taqdirda ham bankning yuridik shaxslar uchun taklif qilayotgan omonatlar foizi o'rtacha 17 - 18 foizni tashkil qilmoqda. Shu bilan birga inflyatsiya darajasi va dunyo bo'yicha qarz kapitalining qimmatlashganligini hisobga olsak qilingan investitsion harakat yuqori qiymatdagi foydani bermasligi



mumkin.

2.5-rasm Muomala davri bo'yicha davlat qimmatli qog'ozlarining tarkibi³⁷

2020-yilda davlat qimmatli qog'ozlari bozorini tahlil qilish natijalari shuni ko'rsatdiki, davlat qimmatli qog'ozlarini joylashtirish tarkibida to'lov muddati

³⁷ <https://www.uzrvb.uz> O'zRVBning yillik hisobotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

6 oygacha (46,99 foiz) va 1 yilgacha (37,77 foiz) bo'lgan qimmatli qog'ozlar ustunlik qilmoqda. 2020-yilgi tahliliy ma'lumotlarga asosanib 6 oylik qisqa muddatli davlat obligatsiyalariga talab yuqori ekanligini xulosa qilish mumkin va shuning uchun davlatning qisqa muddatli obligatsiyalarini ko'proq hajmda chiqarish maqsadga muvofiqdir.

2021-yil yakunlari bo'yicha DQQ bozorida savdolar umumiy hajmi 30,85 trln. so'mni tashkil etib, o'tgan yilning mos ko'rsatkichiga nisbatan 43,61 foiz yoki 9,37 trln. so'mga oshdi. 2021-yildagi DQQ bozori tahlili natijalariga ko'ra, hisobot davrida asosan muomala davri 3 oy (37,9 foiz) va 6 oy (50,1 foiz) bo'lgan qimmatli qog'ozlar chiqarilishi amalga oshirilgan. 2021-yilda ham davlat obligatsiya savdolarida oldingi yillarga nisbatan trend borligini ko'rishimiz mumkin. Bu yildan-yilga davlat qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanayotganligidan va davlatning obligatsiyalar bozoridagi ulushi ortib borayotganligidan dalolat beradi.

2022-yilgi emissiyaning e'tiborli jihati bu yilda 10 yillik uzoq muddatli davlat obligatsiyalarining muomalaga chiqarilishi sodir bo'ldi. Uzoq muddatli obligatsiyalarning muomalaga chiqarilishiga qaramasdan qisqa muddatli 3 oylik davlat obligatsiyalarining emissiyasi yuqori ulush (86,35%)ni tashkil etmoqda (2.5-rasm). Davlat qimmatli qog'ozlarini muomalaga chiqarilishining so'nggi 5 yillik tahliliy natijalari qisqa muddatli (3 oylik va 6 oylik) davlat obligatsiyalarining chiqarilish hajmi yuqori ekanligini ko'rsatmoqda. Qayd etish lozimki, davlat qimmatli qog'ozlari bozorini rivojlantirish chora-tadbirlari doirasida O'zbekiston Respublikasi Valyuta birjasida o'tkazilgan elektron savdolarida 2021-yil 27-aprelda ilk marotaba 5 yillik davlat obligatsiyalari va savdolarida 2022-yil 25-yanvarda ilk marotaba 10 yillik davlat obligatsiyalari muomalaga chiqarildi. Ushbu davlat obligatsiyalarining o'rtacha tortilgan daromadliligi mos ravishda 12,65 va 15 foizni tashkil etib, 5 va 10 yillik muddat uchun benchmark yaratildi. Obligatsiyalar vositasida jalb qilingan ushbu uzoq muddatli moliyaviy resurslarning foyda va samardorlik yuqori bo'lib umumiy iqtisodiyot uchun ham ahamiyatlilidir.

2.4-jadval

O‘zRVB depozitariysida hisobga olingan muomaladagi davlat qimmatli qog‘ozlar hajmi³⁸

Muomala davri	2021-yil 31-dekabr holatiga (mlrd.so‘mda)	2022-yil 31-dekabr holatiga (mlrd.so‘mda)	Farqi (mlrd.so‘mda)	O‘zgarishi %
3 oygacha	5 500,00	14 700,00	9 200,00	167,27%
3 oydan 6 oygacha	8 121,00	4 303,38	-3817,62	-47,0%
6 oydan 1 yilgacha	1 579,66	3 592,30	2 012,64	127,41%
1 yildan 5 yilgacha	1 640,70	4 832,22	3 191,52	194,51%
5 yildan 10 yilgacha	-	310	310	-
Jami	16 841,45	27 737,90	10 896,45	64,70%

2.4-jadvalda keltirilgan ma’lumotlaridan O‘zRVB depozitariysining hisob registrilarida hisobga olingan davlat qimmatli qog‘ozlarining 2021-yil va 2022-yilgi nisbatini ko‘rish mumkin. 2022-yil davlat qimmatli qog‘ozlari hajmi 2021-yilga nisbatan 64,70 foizga oshgan bo‘lib, 27 737,90 mlrd so‘mni tashkil etdi. Shuningdek muomala davri 3 oylik qisqa muddatli davlat obligatsiyalari savdolarida ustunlik qilmoqda. 2022-yilda 3 oylik qisqa muddatli davlat obligatsiyalari faqatgina Markaziy bank tomonidan muomalaga chiqarilgan hamda umumiy emission hajmning 50 foiz dan yuqori ulushini tashkil qilmoqda (2.4-jadval). Davlat obligatsiyalar bo‘yicha majburiyatlarining so‘ndirilishiga e’tibor beradigan bo‘lsak, O‘zbekiston Respublikasi Valyuta Birjasining ma’lumotlariga ko‘ra 2022-yilning I yarim yilligi davomida muomala davri 6 oy bo‘lgan 1 521,0 mlrd so‘m, muomala davri 1-2 yillik bo‘lgan 1 360,6 mlrd. so‘m qiymatidagi davlat obligatsiyalari so‘ndirildi. Natijada, 2022-yil 1-iyul holatiga davlat obligatsiyalari bo‘yicha davlat qarzдорlik qoldig‘i 4,9 trln.so‘mni tashkil qildi.

Umuman olganda, davlatning obligatsiyalarning har qanday turi bo‘yicha investorlar oldida muddati o‘tgan majburiyatlari mavjud emas. Davlat obligatsiyalari doirasidagi munosabatlarning takomillashuvi va ijobiy moliyaviy natija obligatsiyalar bozoriga yirik tijorat tashkilotlari, banklar, investitsion fondlar, sug‘urta kompaniyalari kabi moliyaviy imkoniyatlari yuqori bo‘lgan yangi ishtirokchilarni jalb etish uchun zamin yaratadi.

³⁸ <https://uzrvb.uz> O‘zRVBning 2022-yilgi hisoboti asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

2.2 § Milliy korporativ tuzilmalarning obligatsiyalar bozoridagi ishtiroki tahlili

Milliy korporativ tuzilmalarning korporativ obligatsiyalarni emissiya qilish orqali mahalliy va xorijiy fond bozorlaridagi ishtiroki yildan-yilga kengayib bormoqda. Korporativ obligatsiyalar korxona va tashkilotlarga moliyaviy ahvolni yaxshilab olishga, yangi loyihalarni ishga tushirishga va boshqa iqtisodiy qiyinchiliklardan chiqishga ham yordam beruvchi qarz instrumenti hisoblanadi. Korporativ aksiyalar, korporativ obligatsiyalar “Toshkent” respublika fond birjasining asosiy savdo elementlaridan hisoblanib buni fond birjasi savdo natijalari oynalarida ham ko‘rishimiz mumkin. Mustaqillikdan so‘ng 1999-yilda mamlakatimizda dastlabki korporativ obligatsiyalar emissiyasi “Anchor investment” korporatsiyasining “Naytov networks” sho‘ba korxonasi tomonidan amalga oshirildi. Mazkur obligatsiyalarning emission nominal qiymati bir million so‘m hamda yillik kupon stavkasi 22 foiz etib belgilangan. Ushbu obligatsiya emissiyasi bilan parallel ravishda “ТС - Технология” kompaniyasi ham nominal qiymati 500 so‘m yillik kupon stavkasi 25 foiz bo‘lgan qisqa muddatli korporativ obligatsiyalarni emissiya qilgan. Ushbu obligatsiyalardan ko‘riladigan daromadlar 15 foiz miqdordagi daromad solig‘iga tortilgan. Bugungi kunda O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 17-yanvardagi “Kapital bozorini qo‘llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida” gi PQ-90 sonli Qaroriga ko‘ra 2022-yil 1-apreldan 2028-yil 31-dekabrga qadar “O‘zbekiston Respublikasining rezidenti va norezidenti bo‘lgan jismoniy va yuridik shaxslarning xo‘jalik jamiyatlari obligatsiyalari bo‘yicha hisoblangan foizlar tarzidagi daromadlari jismoniy shaxslardan olinadigan daromad solig‘i va yuridik shaxslardan olinadigan foyda solig‘idan ozod qilinadi.”³⁹ Korporativ obligatsiyalar emissiyasini qo‘llab quvvatlash uchun berilgan bu kabi imtiyozlar korporativ obligatsiya investorlari uchun qo‘shimcha daromadga ega bo‘lish imkoniyatini yaratadi.

³⁹ O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 17-yanvardagi “Kapital bozorini qo‘llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida” gi PQ-90 sonli Qarori

O‘zbekiston obligatsiyalar bozoridagi holatni tadqiq etishda tadqiqotlarni ishonchli va aniq raqamlar asosida yuritish uchun ekonometrik tahlil usuliga murojaat qildik. Quyida Stata dasturi orqali amalga oshirilgan ishlarning amaliy natijalari bilan tanishib chiqamiz. Tadqiqotimizda natijaviy belgi sifatida mamlakat yalpi ichki mahsuloti (YaIM) olingan bo‘lib natijaviy belgiga ta’sir etuvchi omil belgilar sifatida obligatsiya bo‘yicha yillik savdo hajmi, aksiyalarning umumiy savdo hajmi, inflyatsiya darajasi hamda aholi sonidagi yillik o‘zgarish ko‘rsatkichlari tanlab olingan. Dastlab Stata dasturida to‘plangan ma’lumotlar bo‘yicha umumiy xulosalarni ko‘rsatib beruvchi “summarize” buyrug‘i orqali quyidagi jadvalni hosil qildik.

2.5-jadval.

Ko‘rsatkichlar tavsifi⁴⁰

Descriptive Statistics					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Yil	32	2007.5	9.381	1992	2023
Obligatsiya	32	23.505	47.184	.012	203.8
Aksiya	32	726.446	1192.492	14.3	4820.6
YaIM	32	3.963e+10	2.897e+10	9.688e+09	9.089e+10
Inflyatsiya	32	11.666	1.892	8.131	17.524
Aholi soni	32	28021139	4360662.5	21449000	36412350

2.5-jadval orqali shuni ko‘rish mumkinki, tadqiqotlar 6 ta ko‘rsatkich asosidagi 1992-yildan 2023-yilgacha bo‘lgan 32 yilni o‘z ichiga olgan, barcha ko‘rsatkichlarning mazkur yillardagi minimum va maksimum qiymatlari hamda har bir ko‘rsatkichning o‘rtacha xatolik va standart chetlanishlari aks ettirilgan.

Tadqiqotning keyingi bosqichlarida natijaviy belgi va omil belgilar o‘rtasidagi bog‘liqni aniqlashtirdik. Bunda natijalar yana ham aniq chiqishi uchun barcha ko‘rsatkichlarni natural logarifm shakliga keltirdik va “correlate” buyrug‘i orqali tahliliy jadvalni hosil qildik. Xususan, obligatsiya savdolarining boshqa ko‘rsatkichlar bilan aloqasi tahlil qilinganda inflyatsiyadan tashqari deyarli barcha ko‘rsatkichlar bilan korrelyatsiya koeffitsiyenti sezilarli darajadagi to‘g‘ri bog‘liqlikka ega ekanligini ko‘rish mumkin.

⁴⁰ Stata dasturi asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

Korrelyatsiya jadvali⁴¹

Matrix of correlations						
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) lnYil	1.000					
(2) lnObligatsiya	0.724	1.000				
(3) lnAksiya	0.873	0.656	1.000			
(4) lnYaIM	0.894	0.558	0.830	1.000		
(5) lnInflyatsiya	0.133	0.146	0.161	0.088	1.000	
(6) lnAholi soni	0.997	0.724	0.853	0.899	0.133	1.000

Ya'ni obligatsiya va aksiya savdolari o'rtasidagi korrelyatsiya koeffitsiyenti 0,656 teng bo'lib bu jadval qiymatiga ko'ra to'g'ri bog'liqlikdagi sezilarli bog'lanish kuchiga ega ekanligini bildiradi. Shuningdek YaIM va obligatsiya savdolarining korrelatsiyasi 0,558 ga teng ekanligi ular o'rtasida o'rtacha darajadagi to'g'ri bog'lanish mavjudligini anglatadi. Aholi soni obligatsiya savdolariga eng katta ta'sir etuvchi omil sifatida namoyon bo'lmoqda. Ularning korrelatsiyasi 0,742 ga teng bo'lib bu sezilarli darajadagi to'g'ri bog'lanish ekanligini anglatadi. Ammo aholi sonining ijtimoiylik xarakteri yuqori ekanligini hisobga olish lozim. Ya'ni aholi ko'p bo'lish bilan birga moliyaviy savodxonlik va dastlabki moliyaviy imkoniyatlarga ham ega bo'lishi kerak. Masalan, dunyo bo'yicha jismoniy shaxslarning umumiy qimmatli qog'ozlarga egalik qilishi tahlil qilinganda Xitoy va Hindistonning aholisi ko'p bo'lishiga qaramasdan AQSH va G'arbiy Yevropa mamlakatlari aholisining qimmatli qog'ozlarga egalik qilish darajasi yuqori hisoblanadi. Shu asnda boshqa ko'rsatkichlarning ham bir biriga nisbatan korrelatsiyasini aniqlashtirish mumkin.

Regressiya jadvallarida keltirilgan koeffitsiyentlar asosida olib borilgan tadqiqotning ahamiyatliligiga baho berish mumkin. Xususan, regressiya jadvali ma'lumotlari olib borilgan tadqiqotning ahamiyatli ekanligini anglatmoqda. Chunki Fisher mezoni (F-test)ga ko'ra Prob > F 0.000 ga teng va $p < 0,05$ ekanligi uchun model ahamiyatli hisoblanadi. Student mezoni (T-test)ga ko'ra $P > |t|$ da $P < 0,05$ ekanligi inflyatsiya ko'rsatkichidan tashqari boshqa omil belgilarning ahamiyatli ekanligini anglatadi.

⁴¹ Stata dasturi asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

2.7-jadval.

Regressiya jadvali

Linear regression							
lnYaIM	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
lnObligatsiya	-.072	.036	-1.99	.047	-.146	.002	*
lnAksiya	.142	.062	2.31	.029	.016	.269	**
lnInflyatsiya	-.314	.382	-0.82	.418	-1.099	.471	
lnAholisoni	4.64	.816	5.69	0	2.963	6.317	***
Constant	-55.154	13.774	-4.00	0	-83.466	-26.841	***
Mean dependent var		24.100	SD dependent var			0.815	
R-squared		0.865	Number of obs			32	
F-test		33.191	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		24.698	Bayesian crit. (BIC)			33.492	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

R-squared ko'rsatkichining 0,865 ga teng ekanligi ham omil belgilar natijaviy belgining xususiyatlarini ochib berishga yuqori darajada qatnashishini anglatadi. Jadval ma'lumotlariga ko'ra tanlab olingan omil belgilar natijaviy belgining 90 foizga yaqin xususiyatlarini ochib berishga yordam bergan. Olib borilgan tadqiqotlar natijasida obligatsiyalarning mamlakat iqtisodiy rivojlanishida, xususan, YaIM ning o'sishida o'z o'rniga ega ekanligini xulosa qilish mumkin.

O'zbekiston Respublikasida korporativ obligatsiyalar bilan oldi sotdi munosabatlari "Toshkent" Respublika fond birjasi, va "Toshkent" RFBning listingga kiritilmagan qimmatli qog'ozlarning listingdan tashqari savdo maydonlarida amalga oshiriladi. Yaqin yillarda "Toshkent" Respublika fond birjasida amalga oshirilgan korporativ obligatsiyalar va aksiyalar savdolari dinamikasini 2.8-jadval asosida tahlil qilishimiz mumkin.

Korporativ obligatsiyalar savdolari hajmi korporativ aksiyalar savdolariga nisbatan juda past ko'rsatkichda ekanligini ko'rishimiz mumkin. Xususan, 2015-yilda fond birjada jami 161 mlrd so'mlik savdo amalga oshirilgan bo'lsa, shundan 153,5 mlrd so'm yoki 95,3 foiz aksiyalar hissasiga, 7,5 mlrd so'm yoki 4,7 foiz korporativ obligatsiyalar hissasiga to'g'ri kelgan.

“Toshkent” RFBda savdolarning instrumentlar bo'yicha tarkibi⁴²

Ko'rsatkichlar	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aksiyalar bozori (mlrd.so'm)	153,5	295,8	295,6	683,3	400,2	510,9	1 145,4	4 705,8
Obligatsiyalar bozori (mlrd.so'm)	7,5	4,0	3,0	4,0	38,6	67,3	113,4	110,4
Jami	161,0	299,8	298,6	687,3	438,8	578,2	1 260,5	4 816,2

2016-yilda aksiya va obligatsiya bo'yicha bo'yicha umumiy savdoda o'sish kuzatilgan (295,8 mlrd so'm). Ammo obligatsiyalar hajmi o'tgan yilga nisbatan 3 mlrd so'mga kamaygan va umumiy savdoga nisbatan atigi 1,3 foiz ulushni egallagan. 2017-2018-yillarda ham korporativ obligatsiya savdolari hajmi jami savdoga nisbatan 1,0 foiz va 0,5 foiz miqdorida bo'lgan. Bu esa yillar kesimida qaralganda eng kam savdolar amalga oshirilganligini ko'rsatadi. 2019-yilda “Toshkent” Respublika fond birjasida umumiy savdolar hajmi oldingi yillarga nisbatan tushib ketgan. Ammo 2019-yilda korporativ obligatsiyalar savdolari hajmi va bozor ulushi oldingi yillarga nisbatan sezilarli darajada ko'tarilgan. Ya'ni bozorda 38,6 mlrd so'mlik korporativ obligatsiyalar sotilgan. Bu umumiy bozor qiymatining deyarli 10 foizga teng demakdir.

2020-yil fond birjada o'sish trendi kuzatildi. 2020-yilda Covid-19 pandemiyasi iqtisodiyotga salbiy ta'sir ko'rsatganligiga qaramasdan mahalliy obligatsiyalar bozori uchun muvaffaqiyatli bo'ldi. Ya'ni korporativ obligatsiyalarning bozor ulushi o'tgan davrlarga nisbatan rekord darajaga ko'tarilib 67,3 mlrd so'mga yetdi va umumiy bozorning 11,6 foizini tashkil qildi. Bu obligatsiyalar bozorida ulush jihatdan eng yuqori natija qayd etilgan yil bo'lgan.

2021-yilda bozor qiymati o'tgan yilga nisbatan 200 foizdan ortiqqa ko'paydi. Xuddi shuningdek obligatsiyalar bozoriga ham sezilarli o'sish kuzatilib, obligatsiyalar savdolari hajmi 113,4 mlrd so'mga yetdi. Ushbu ko'rsatkich mahalliy obligatsiyalar bozori tashkil etilgandan buyon ilk marotaba bozor hajmi 100 mlrd so'mdan oshganligini ko'rsatmoqda (2.8-jadval).

⁴² “Toshkent” RFBning yillik hisobotlari orqali muallif tomonidan tayyorlandi. <https://www.uzse.uz>

Mahalliy obligatsiyalar bozorining 2022-yildagi bozor kapitallashuvini alohida bo'limlar miqyosida ko'rib chiqadigan bo'lsak, quyidagi raqamlarni ko'rish mumkin.

2.9-jadval

Toshkent RFBning 2022-yilgi savdo natijalari⁴³

№	Savdo tizimining bo'limlari	2022-yil			
		Emitentlar soni	Bitimlar soni	Qimmatli qog'ozlar soni	Bitimlar hajmi, mlrd so'm
I.	Aksiyalar bozori "Stock Market":	110	80 652	36 154 735 185	4 705 790 597 858,77
1.	G1 – "Main Board" shundan:	100	80 574	18 811 960 914	1 172 438 072 095,12
	Market meyking	1	1	100	390 000,00
2.	T1 - "Nego Board"	27	78	17 342 774 271	3 533 352 525 763,82
II.	REPO bitimlar bozori	0	0	0	0,00
III.	Obligatsiyalar bozori "Bond Market"	7	71	24 997	110 416 820 941,47
1.	G1 – "Main Board"	7	71	24 997	110 416 820 941,47
2.	T1 - "Nego Board"	0	0	0	0,00
Jami		114	80 723	36 154 760 182	4 816 207 418 800,24

2022-yilda umumiy bozor qiymati 4 816 207 418 800,24 so'mga yetdi. Ammo korporativ obligatsiyalar savdosi 2021-yilga nisbatan biroz tushib 110 416 820 941,47 so'mni tashkil etish bilan birga umumiy bozor qiymatining 2,3 foizini tashkil etdi (2.9-jadval). Bu obligatsiyalar savdosida o'tgan yilga nisbatan pasayish mavjud ekanligini ko'rsatmoqda. 2022-yil boshlanishida 139 ta korporativ tuzilmaning aksiya va obligatsiyalari birja kotirovkalari varag'ida qayd etilgan edi. 2022-yilning yakunida esa faqatgina 111 ta korporativ tuzilmaning qimmatli qog'ozlari "Toshkent" RFB birja kotirovkalari varag'ida saqlanib qoldi. Ular ichida 107 ta kompaniya aksiyalar emitentlari, 3 ta kompaniya ham aksiya ham obligatsiya emitentlari va 4 ta kompaniya esa faqat obligatsiya emitentlaridir.

⁴³ <https://www.uzse.uz> Toshkent RFBning 2022-yil hisoboti.

2022-yilda Birja kotirovkalar varag'iga kiritilgan qimmatli qog'ozlar⁴⁴

№	Emitent nomi	Qimmatli qog'oz turi	Kategoriya	Sanasi
1	“NO‘KIS VINOZAVODI” AJ	aksiya	Standart	07.01.2022
2	“KONVIN” AJ	aksiya	Standart	11.01.2022
3	“MASTONA” AJ	aksiya	Standart	12.01.2022
4	“O‘zkommunenergosozlash” AJ	aksiya	Tranzit	30.03.2022
5	“Урганч шароб” AJ	aksiya	Standart	01.04.2022
6	“O‘zbekneftgaz” AJ	aksiya	Standart	04.04.2022
7	“Temiryo‘l-sug‘urta” AJ	aksiya	Tranzit	07.04.2022
8	“Узгароэкспортбанк” ATB	aksiya	Standart	03.06.2022
9	“Artel Electronics” MCHJ	obligatsiya	Bond Market	10.06.2022
10	“Bag‘dod paxta tozalash” AJ	aksiya	Standart	13.06.2022
11	“Chimbay may” AJ	aksiya	Standart	22.06.2022
12	“Unipolis” AJ	aksiya	Tranzit	29.06.2022
13	“Бекабадцемент” AJ	aksiya	Standart	03.08.2022
14	“Ohangaron don” AJ	aksiya	Tranzit	03.08.2022
15	“UzAuto Motors” AJ	aksiya	Standart	02.08.2022
16	“Muborak paxta tozalash” AJ	aksiya	Tranzit	17.08.2022
17	“O‘zagrolizing” AJ	obligatsiya	Bond Market	13.09.2022
18	“Biznes finans mikromoliya tashkiloti” MCHJ	obligatsiya	Bond Market	16.09.2022
19	“O‘zbekiston Pochtasi” AJ	aksiya	Standart	17.11.2022
20	“Perfect Insurance” AJ	aksiya	Tranzit	22.11.2022
21	“Solution lab” AJ	aksiya	Standart	22.11.2022
22	“Janubsanoatmontaj” AJ	aksiya	Standart	05.12.2022
23	“O‘ztemiryo‘lkonteyner” AJ	aksiya	Standart	22.12.2022

2022-yil davomida “Toshkent” RFB birja kotirovkalarida yangidan 23 ta emitentning qimmatli qog'ozlari kotirovkalandi. Ushbu kompaniyalarning 20 tasi aksiya emitenti, 3 tasi obligatsiya emitenti sifatida ro'yxatga olingan. Shu bilan birga yil davomida birja kotirovkalari varaqasi talablariga to'g'ri kelmaganligi; kompaniyalarning bankrotlikka uchrash ehtimolligi mavjudligi; obligatsiyalar amal qilish muddati yakunlanganligi yoki emitentlarning o'z xohishiga binoan 51 ta emitentning qimmatli qog'ozlari birja kotirovkalari varag'idan chiqarildi. Birja kotirovkalaridagi ushbu o'zgarishlar natijasida 2022-yil yakunida 111 ta emitentning qimmatli qog'ozlari saqlanib qoldi. 2022-yil davomida 21 ta aksiyadorlik jamiyati (AJ) va 2 ta mas'uliyati cheklangan jamiyatning (MCHJ) qimmatli qog'ozlari birja kotirovkalari varag'iga kiritildi. Shundan 2 ta MCHJ: “Artel Electronics” MCHJ, “Biznes finans mikromoliya tashkiloti” MCHJ va 1 ta

⁴⁴ <https://www.uzse.uz> Toshkent RFB 2022-yil hisoboti.

AJ: “O‘zagrolizing” AJlar obligatsiya emitentlari sifatida qayd etildi (2.10-jadval). Ushbu emitentlar so‘nggi yillarda ham obligatsiyalar bozorida faol ishtirok etib kelishmoqda.

Respublikamizda obligatsiyalar bozorini rivojlantirishda alohida e‘tibor qaratilgan holda O‘zbekiston Respublikasining 2020-yil 21-iyuldagi “O‘zbekiston Respublikasining ayrim qonun hujjatlariga o‘zgartirish va qo‘shimchalar kiritish to‘g‘risida”gi O‘RQ-629-sonli Qonuniga ko‘ra “Mas’uliyati cheklangan hamda qo‘shimcha mas’uliyatli jamiyatlar to‘g‘risida”gi Qonunning 28-moddasiga o‘zgartirish kiritilib “Jamiyat obligatsiyalarni qonunchilikda belgilangan tartibda chiqarishga va joylashtirishga haqli”⁴⁵ ekanligi belgilab qo‘yildi. Qonunchilikdagi bu kabi o‘zgarishlardan so‘ng “Chust rir mikroredit tashkilot” MCHJ, “Artel Electronics” MCHJ, “Biznes finans mikromoliya tashkiloti” MCHJlar o‘z korporativ obligatsiyalarini emissiya qilishdi va bugungi kunda MCHJlar tomonidan chiqarilgan obligatsiyalarning kupon stavkasi bozordagi eng yuqori stavka hisoblanmoqda.

2.11-jadval

2022-yilda amalga oshirilgan obligatsiyalar savdolari tahlili⁴⁶

№	Tiker	Bitimlar soni	Qimmatli qog‘ozlar soni	Bitimlar soni, so‘m	Jamiga nisbatan % da
1	AABK1	4	451	451 000 000,00	0,41 %
2	AREL1	1	100	10 000 000 000,00	9,06 %
3	AREL2	1	100	10 000 000 000,00	9,06 %
4	AREL3	5	100	10 000 000 000,00	9,06 %
5	BFMT3	39	2 298	2 318 211 532,75	2,09 %
6	CRMT3	8	636	636 000 000,00	0,58 %
7	KPBA10	1	6 180	61 800 000 000,00	55,97 %
8	UZAL2	11	15 113	15 113 000 000,00	13,68 %
9	UZMB2	1	19	98 609 408,72	0,09 %
Jami		71	24 997	110 416 820 941,47	100 %

2022-yilda obligatsiyalar bozorida jami 71 ta bitim tuzilib, ularning umumiy

⁴⁵<https://lex.uz/docs/-22525> O‘zbekiston Respublikasining 06.12.2001 yildagi 310-II-sonli “Mas’uliyati cheklangan hamda qo‘shimcha mas’uliyatli jamiyatlar to‘g‘risida”gi Qonun.

⁴⁶ <https://www.uzse.uz> Toshkent RFB 2022-yil hisoboti.

hajmi 110,42 mlrd soʻmni tashkil etdi. 2022-yilgi savdolarida 7 ta emitentning 24 997 dona obligatsiyalari ishtirok etdi. Bitimlarning eng yirik hajmi “Kapitalbank” ATB (KPBA10) korporativ obligatsiyalari bilan tuzilgan 61,80 mlrd soʻmlik bitimlarga toʻgʻri keldi. “Biznes finans mikromoliya tashkilot” MChJ (BFMT3) obligatsiyalari bilan esa eng koʻp bitimlar 39 ta bitim tuzildi (2.11-jadval). Obligatsiyalarning asosiy qismi yuridik shaxslar tomonidan sotib olingan boʻlib, ular umumiy savdo hajmning 97,38 foizini tashkil etgan boʻlsa 2,62 foizi esa jismoniy shaxslar tomonidan sotib olingan. Ushbu raqamlardan ham bilish mumkinki, bugungi kunda mahalliy fond bozorida jismoniy shaxslar ishtiroki qoniqarli darajada emas.

2.12-jadval

Korporativ obligatsiya emitentlari tahlili⁴⁷

№	Emitentlar (2022-yil holatiga)	Tiker	Chiqarilgan sana/ Soʻndirilgan sanasi	Kupon stavkasi	Bir dona obligatsiya- ning nominal bahosi	Chiqaril- gan QQ soni	Joylash- tirilgan QQ soni
1	“Asia Alliance Bank” ATB	AABK1	16.07.2019/ 15.07.2026	MB qayta moliyalashtirish stavkasi + 4%	1 000 000	50 000	50 000
2	“Kapitalbank” ATB	KPB4	24.04.2020/ 21.05.2027	MB qayta moliyalashtirish stavkasi + 5%	1 000 000	50 000	50 000
		KPBA10	06.09.2021/ 30.08.2031	6.5% korp. subordinar obligatsiyalarni ng nominaliga indekslangan	10 000 000	6 180	6 180
3	“CHUST RIR MIKROKREDIT TASHKILOT” MCHJ	CRMT3	03.04.2021/ 16.03.2024	24 %	1 000 000	2 000	2 000
4	“Oʻzmetkombinat” AJ	UZMB2	24.12.2021/ 26.06.2023	22 %	5 000 000	10 000	10 000
5	“Artel Electronics” MCHJ	AREL1	10.06.2022/ 03.07.2023	21 %	100 000 000	100	100
		AREL2	10.06.2022/ 04.01.2024	21.5 %	100 000 000	100	100
		AREL3	10.06.2022/ 04.01.2024	22.5 %	100 000 000	100	100
6	“Oʻzagrolizing” AJ	UZAL2	14.09.2022/ 10.03.2024	23 %	1 000 000	50 000	15 113
7	“Biznes finans mikromoliya tashkiloti” MCHJ	BFMT1	15.09.2022/ 31.08.2025	27 %	1 000 000	10 000	2 298

“Toshkent” RFB birja kotirovkalari varagʻida 2022-yil yakuni boʻyicha 7 ta

⁴⁷ <https://www.uzse.uz> “Toshkent” RFB 2022-yil hisoboti.

emitentning obligatsiyalari mavjud bo'lib, ulardan 2 tasi aksiyadorlik jamiyati shaklidagi emitent, 2 tasi aksiyadorlik tijorat banklari sektori va 3 tasi mas'uliyati cheklangan jamiyat ko'rinishidagi emitentlardir.

Obligatsiyalar emitenti hisoblangan jami 7 ta emitentdan 5 tasining obligatsiyalari belgilangan kupon daromad bo'yicha shuningdek, ikkita bank "Kapitalbank" ATB (KPB4) va "Asia Alliance Bank" ATB (AABK1)lar tomonidan joylashtirilgan obligatsiyalarning kupon stavkasi esa Markaziy bankning asosiy foiz stavkasiga bog'langan holda chiqarilgan. Obligatsiyalarning so'ndirilish muddati 1 yildan 10 yilgacha bo'lgan muddatlarda farqlanadi, kupon to'lovlari bo'yicha har chorakda, oyda va ikki yilda bir martalik to'lab berilish taklifi berilgan. Shu o'rinda ta'kidlash lozimki, pul mablag'larining vaqt bo'yicha qiymati nazariyasiga ko'ra obligatsiya bo'yicha yillik to'lovlar sonining ko'pligi investor uchun qilingan investitsiyaning daromadliligi yuqori bo'lishini ta'minlaydi. Emitentlar orasida taklif etilgan eng yuqori foiz stavkasi 27 foiz darajasida bo'lib ushbu obligatsiyalar emitenti "Biznes finans mikromoliya tashkiloti" MCHJ hisoblanadi. Ushbu MCHJ tomonidan 2023-yil 16-avgustda nominal qiymati 100 ming so'm va kupon daromadi 27 foiz bo'lgan BFMT3V2 obligatsiyalari emissiya qilindi. Bu nominal qiymati 100 ming so'm etib belgilangan dastlabki obligatsiyalardan biri hisoblanadi. Obligatsiyaning umumiy so'mmasi 20 mlrd.so'm bo'lib anderrayter sifatida "Leader Finance Capital" MCHJ ishlarni olib borgan. 2022-yil savdolarida Markaziy bankning asosiy stavkasiga bog'liq bo'lmagan obligatsiyalar orasida eng ko'p sotilgani "Biznes finans mikromoliya tashkiloti" MCHJ ning 2025-yil avgust oyida so'ndiriladigan va yillik kupon stavkasi 27 foiz bo'lgan BFMT3 obligatsiyalari bo'ldi. "O'zagrolizing" AJning qat'iy belgilangan 23 foiz stavkali UZAL2 obligatsiyalari bilan 2022-yil davomida 11ta bitim amalga oshirildi. "Artel electronics" MCHJning 21 foiz, 21,5 foiz va 22,5 foiz stavkali 1 yildan 2 yilgacha bo'lgan AREL1, AREL2 va AREL3 obligatsiyalari 2022-yil 10-iyun kuni sotuvga qo'yildi va bir kunda 100 foizlik natija bilan investorlar tomonidan sotib olindi. Ushbu obligatsiyalar bilan 30,00 mlrd so'mlik 7 ta bitim tuzildi. Obligatsiyalarning

nominal qiymatiga ko‘ra tahlil qiladigan bo‘lsak, eng past obligatsiya qiymati 1 000 000 so‘m miqdorida joylashtirilgan. O‘rtacha obligatsiyaning nominal qiymati esa 5 000 000 so‘m va 10 000 000 so‘m hamda eng yuqori nominal qiymatga ega obligatsiya esa 100 000 000 so‘m miqdorida joylashtirilganligini ko‘rish mumkin (2.12-jadval).

Qarz munosabatlarida tijorat banklarining ahamiyati yuqori hisoblanib, ayniqsa, obligatsiyalar vositasida kapital jalb qilishdagi deyarli barcha operatsiyalar ularning ishtiroki bilan bog‘liq. Ya’ni tijorat banki obligatsiya emitenti, obligatsiya investori, obligatsiya bo‘yicha moliyaviy xizmatlar ko‘rsatuvchi va boshqa operatsiyalar ishtirokchisi sifatida ham qatnashadi. Mamlakatimizda faoliyat yuritayotgan banklarning obligatsiyalar bozoridagi ishtirokini tahlil qiladigan bo‘lsak, bir qancha moliyaviy barqarorlikka ega banklarning mahalliy va xorijiy fond bozorlaridagi ishtirokini ko‘rish mumkin.

2.13-jadval

“Kapitalbank” ATB tomonidan chiqarilgan mahalliy obligatsiyalar emissiyasi⁴⁸

№	Emissiya qilingan yil	Obligatsiyalarning nominal qiymati (so‘m)	Chiqarilgan obligatsiyalar umumiy qiymati (so‘m)	Obligatsiyalar soni (dona)
1	2009-yil	1 mln	5 mlrd.	5 ming
2	2012-yil	1 mln	4 mlrd	4 ming
3	2020-yil	1 mln	50 mlrd	5 ming
4	2021-yil	10 mln	150 mlrd	15 ming

Tijorat banklari orasida “Kapitalbank” ATB obligatsiyalar bozorida o‘z obligatsiyalarini joylashtirgan kam sonli banklar sirasiga kiradi. “Kapitalbank” ATB dastlab 2009-yil nominal qiymati 1 mln so‘m bo‘lgan jami 5 mlrd so‘mlik korporativ obligatsiyalarni mahalliy fond bozoriga joylashtirgan. Keyingi, 2012-2020-yillarda ham 4 mlrd so‘mlik va 50 mlrd so‘mlik obligatsiyalarni muomalaga chiqarish orqali moliya bozoridan kapital jalb qilishga erishdi. 2021-yilda esa katta hajmdagi, 150 mlrd so‘mlik obligatsiyalarni fond bozoriga joylashtirishga

⁴⁸ <https://www.kapitalbank.uz/uz/corporate/securities-transactions/stock/> – “Kapitalbank” ATB rasmiy sayti ma’lumotlari.

muvaffaq bo'ldi (2.13-jadval).

2.14-jadval

“O‘zsanoatqurilishbank” ATB tomonidan chiqarilgan uzoq muddatli korporativ obligatsiyalar tahlili⁴⁹

№	Chiqariluv hajmi, (mln.so‘m)	Nominal qiymati (so‘m)	Ro‘yxatdan o‘tgan sana	Foiz ustamasi	Muomala muddati
1	4 000	100 000	29.03.2010	11 %	2184 kun
2	6 000	100 000	29.03.2010	O‘zR MB qayta moliyalash stavkasi	3640 kun
3	28 000	100 000	29.12.2010	O‘zR MB qayta moliyalash stavkasi	3640 kun
4	10 000	100 000	10.08.2012	O‘zR MB qayta moliyalash stavkasi – 1	3640 kun
5	10 000	1 000 000	11.02.2014	O‘zR MB qayta moliyalash stavkasi – 1	1820 kun
6	50 000	1 000 000	19.11.2019	O‘zR MB qayta moliyalash stavkasi + 2	1092 kun
7	50 000	1 000 000	19.11.2019	O‘zR MB qayta moliyalash stavkasi + 3	1820 kun
8	50 000	1 000 000	19.11.2019	O‘zR MB qayta moliyalash stavkasi + 4	2548 kun

“O‘zsanoatqurilishbank” ATBni mahalliy banklar orasida obligatsiyalar savdosidagi eng faol bank deyish mumkin. Chunki ushbu bank 2010-yildan 2019-yilgacha mahalliy obligatsiyalar bozorida faol ishtirok etib kelgan (2.14-jadval). Ammo 2019-yildagi oxirgi emission faoliyatdan keyin mahalliy obligatsiyalar bozorida o‘z obligatsiyalarini joylashtirmagan. Bugungi kunda “Toshkent” RFB ning birja kotirovkalari varaqasidan tijorat banklaridan “Asia Alliance Bank” ATB va “Kapitalbank” ATB larga qo‘shilgan holda “Hamkorbank” ATB ham o‘z obligatsiyalari orqali joy oldi. Odatda tijorat banklari korporativ obligatsiyalarni belgilangan kupon stavka asosida emissiya qiladi. “Hamkorbank” ATB esa so‘nggi emission paketni diskont stavka asosida bozorga joylashtirdi. Bu o‘z navbatida obligatsiyalar bozorida turli xil ko‘rinishdagi obligatsiya turlaridan foydalanishda investorlarga tanlov imkoniyatini beradi.

⁴⁹ <https://www.sqb.uz> sayti ma’lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

2.15-jadval.

“Hamkorbank” ATB tomonidan korporativ obligatsiyalar emissiya qilinishi⁵⁰

1.	Emitentning nomi	
	To‘liq:	Chet el kapitali ishtirokidagi “Hamkorbank” aksiyadorlik tijorat banki
	Qisqartirilgan:	“Hamkorbank” ATB
	Birja tikerining nomi:*	HMKB, HMKBP
2.	Aloqa ma’lumotlari	
	Joylashgan yeri:	Andijon viloyati, Andijon shahri, Bobur sho ko‘chasi, 85-uy
	Pochta manzili:	Andijon viloyati, Andijon shahri, Bobur sho ko‘chasi, 85-uy
	Elektron pochta manzili:*	muloqot@hamkorbank.uz
	Rasmiy veb-sayti:*	www.hamkorbank.uz
3.	Muhim fakt to‘g‘risida axborot	
	Muhim faktning raqami:	25
	Muhim faktning nomi:	Qimmatli qog‘ozlarni chiqarish
	Emitentning qaror qabul qilgan organi:	Kuzatuv kengashi
	Qaror qabul qilingan sana:**	01.03.2024 yil
	Qimmatli qog‘ozning turi:	Korporativ obligatsiya
	Qimmatli qog‘ozlarning soni:	50 000 dona
	Bir dona qimmatli qog‘ozning nominal qiymati:	1 000 000 so‘m
	Chiqarilishning umumiy summasi:	50 000 000 000 so‘m
	Chiqarilishning davlat ro‘yxatidan o‘tkazilgan sana:	13.04.2024 yil
	Chiqarilishning davlat ro‘yxatidan o‘tkazilgan raqami:	P0249-2
	Qimmatli qog‘ozlarni joylashtirish usuli:	Ochiq obuna

“Hamkorbank” ATB 2024-yil aprel oyida korporativ obligatsiyalarni emissiya qilish orqali mahalliy korporativ obligatsiyalar bozorining kapitallashuvini 50 mlrd.so‘mga oshishiga xizmat qildi. Korporativ obligatsiyalar 22 foizlik diskont stavka asosida joylashtirildi (2.15-jadval).

“O‘zsanoatqurilishbank” ATB, “Milliy bank” AJ, “Ipoteka bank” ATIB kabi bir qator moliyaviy natijalari barqaror bo‘lgan tijorat banklarining 2019-2020-2021-yillarda xalqaro obligatsiyalar bozorida ham ishtirokini ko‘rish mumkin.

⁵⁰ <https://www.hamkorbank.uz>

2.16-jadval

Aksiyadorlik tijorat banklari tomonidan yevroobligatsiyalar joylashtirilishi⁵¹

№	Emitent	Miqdori	Muddati	Kupon foizi	Joylashtirish sanasi
1	“O‘zsanoatqurilishbank” ATB	300 mln. AQSh dollari	5 yil	5,75%	02.12.2019
2	“Milliy bank” AJ	300 mln. AQSh dollari	5 yil	4,85%	14.10.2020
3	“Ipoteka bank” ATIB	300 mln. AQSh dollari	5 yil	5,50%	19.11.2020
		785 mlrd.so‘m (75 mln. AQSh dollari)	3 yil	16,0%	16.04.2021
		1,4 trln.so‘m	3 yil	20,5 %	25.04.2024

2.16-jadval ma’lumotlariga ko‘ra, “O‘zsanoatqurilishbank” ATBning dastlabki xalqaro obligatsiyalar bozoridagi ishtirokidan so‘ng “Milliy bank” AJ va “Ipoteka bank” ATIBning xalqaro obligatsiyalar bozoridagi ishtiroki kuzatilgan. Ushbu banklarning barchasi xalqaro bozorga 300 mln. AQSH dollari miqdorida obligatsiya emissiya qilgan. 300 mln AQSH dollari bu xalqaro obligatsiyalar bozoriga emissiya qilinishi mumkin bo‘lgan eng kam emissiya qiymati hisoblanadi (2.16-jadval). Shu o‘rinda ta’kidlash lozimki, xalqaro obligatsiyalar bozorida milliy valyuta so‘mda o‘z obligatsiyalarini joylashtirgan yagona bank bu “Ipoteka bank” ATIB (ipotekabank otp group) bo‘lib qolmoqda. Ipoteka bank tomonidan 2024-yil emissiya qilingan 1,4 trln.so‘mlik yevroobligatsiyalar anderrayter bank hisoblangan J.P. Morgan Chase tavsiyalariga muvofiq joylashtirildi. Umuman olganda, mamlakatimizda tijorat banklari tomonidan korporativ obligatsiyalar emissiyasi sanoqli tijorat banklari tomonidan amalga oshirilayotganligiga guvoh bo‘lish mumkin. Xususan, “mahalliy bozorga bir qator tijorat banklari tomonidan korporativ obligatsiyalar chiqarilgan bo‘lsada, obligatsiyalar orqali kapital jalb qilish amaliyoti passiv ekanligi”⁵² kapital bozori doirasida olib borilgan ilmiy tadqiqotlarda ham ta’kidlab o‘tilgan. Ba’zi banklarda obligatsiya emissiya qilish

⁵¹ <https://www.sqb.uz>, <https://nbu.uz>, <https://www.ipotekabank.uz> saytlari asosida muallif tomonidan tayyorlandi.

⁵² S.O‘.Omonov. Kapital bozorida institutsional investorlar faolligini oshirish: Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent. 2023

amaliyoti bir qancha yillar amalga oshirilgan, ammo, bugungi kunda obligatsiyalar bozorida ularning ishtiroki mavjud emas. Masalan “Biznesni rivojlantirish banki” ATB (Qishloq qurilish banki) 2016-yil mahalliy obligatsiyalar bozoriga o‘z korporativ obligatsiyalarini emissiya qilganligiga qaramasdan joriy vaqtda obligatsiyalar bozorida emitent sifatida ishtiroki mavjud emas. Shu bilan birga bugungi kunda zamonaviy axborot texnologiyalarining rivojlanganligini hisobga olib tijorat banklarini mobil ilovalar orqali fond bozoriga integratsiyalashuvini ta’minlash maqsadga muvofiq. Bunda bank mobil ilovalari tarkibida foydalanuvchilar uchun fond bozoriga kirish imkoniyatlarini yaratish va qimmatli qog‘ozlar sotib olish uchun depohisobraqam ochish funksiyalarini yaratish maqsadga muvofiqdir.

2.17-jadval.

Biznesni rivojlantirish banki (Qishloq qurilish banki)ning yillar kesimidagi sof foydasi⁵³

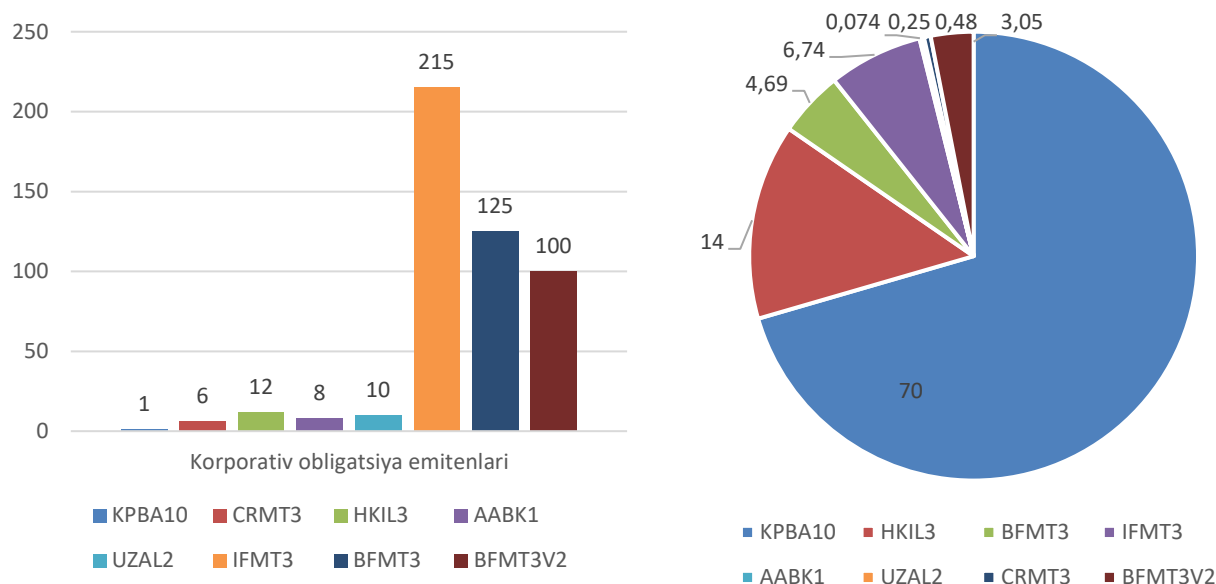
Yillar	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sof foyda (mlrd.so‘m)	45,2	30,1	86,3	250,8	223,7	319,4	437,5

Ushbu amaliyotning qo‘llanilishi natijasida “Biznesni rivojlantirish banki” ATBning yillik qo‘shimcha xizmatlar ko‘rsatganlik uchun daromadlari 1-3 foizga oshganligini bank mijozlari soni va fond bozoridagi qimmatli qog‘ozlar kapitallashuvining oshganligini ko‘rish mumkin. 2016-yidan 2022-yilgacha bo‘lgan 7 yillik davr davomida bank o‘z sof foydasini 45,2 mlrd.so‘mdan 437,5 mlrd.so‘mga oshirgan. (2.17-jadval). Bu sal kam 10 barobarlik o‘shishga teng. Bankda olib borilayotgan transformatsiya jarayonlari va islohotlar natijasida keyingi yillardagi sof foyda ko‘rsatkichi yana ham yuqoriroq kutilmoqda. Ana shunday islohotlardan biri bu bankning QUANT mobil ilovasi orqali depohisobraqam ochgan holda fond bozoridan qimmatli qog‘ozlar sotib olish imkoniyatlarining yaratilganligidir. Ushbu ilovadan bugungi kunda 200 mingdan ortiq foydalanuvchi ro‘yxatdan o‘tgan. Yillik tranzaksiyalar soni 2 mlndan ko‘p bo‘lib aylanmalar miqdori 1 trln so‘mga teng bo‘lgan. Mobil ilova orqali virtual

⁵³ <https://www.brb.uz> – Biznesni rivojlantirish banki ATB rasmiy veb sayti

karta ochish, onlayn omonat joylashtirish, onlayn kredit olish, turli xildagi o'tkazma va to'lovlarni amalga oshirish hamda davlat xizmatlaridan foydalanish mumkin.

Amalga oshiralayotgan ilohotlar va yangiliklar natijasida obligatsiyalar bozorida bitimlar soni va hajmida ijobiy o'zgarishlar kuzatilmoqda. Obligatsiyalar



2.6-rasm. Obligatsiya instrumentlari bo'yicha bitimlar soni va ulushi⁵⁴ (2023-yil yakuni bo'yicha)

bozorida bitimlar soni va hajmi bo'yicha yillik o'sish kuzatilayotganligini 2023-yilgi tahliliy jadvalda ham ko'rishimiz mumkin. "2023-yilning yil yakuniga ko'ra, "Bond Market" obligatsiyalar bozorida 7 ta emitentning 59 005 dona obligatsiyalari bilan umumiy qiymati 92,17 mlrd so'mga teng bo'lgan bitimlar"⁵⁵ amalga oshirilgan. Mazkur davr yakunlari bo'yicha qarz qimmatli qog'ozlari bozorida eng ko'p bitimlar "Imkon finans mikromoliya tashkiloti" MChJning IFMT3 obligatsiyalari bilan amalga oshirilib bitimlar soni 215 donani tashkil etdi. 6 227 dona obligatsiyalar bilan 6,21 mlrd so'mlik bitimlar tuzildi hamda ushbu bitimlar doirasidagi obligatsiyalar bo'yicha narx diapazoni 1,00 mln – 1,02 mln so'm oralig'ida bo'ldi. Ushbu emitentning korporativ obligatsiyalari uchun qat'iy kupon stavkasi 28 foiz bo'lib, ularning so'ndirilish muddati esa 2026-yil 25-mart etib belgilangan.

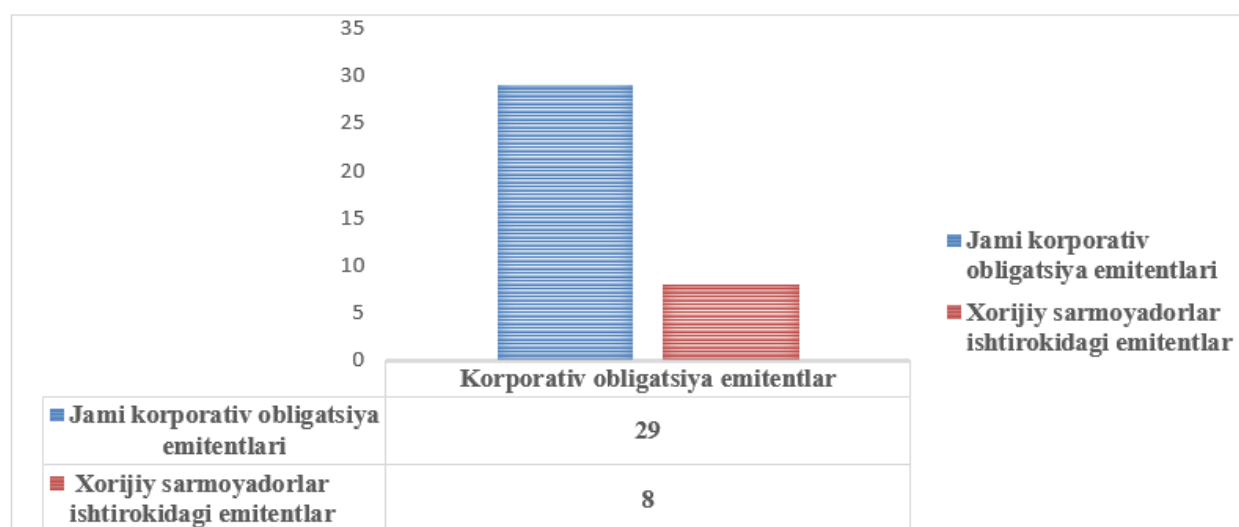
⁵⁴ <https://www.uzse.uz> Toshkent RFB ma'lumotlari asosida.

⁵⁵ <https://www.uzse.uz>

Bitimlar hajmiga ko‘ra eng yirik bitimlar “Kapitalbank” ATBning (KPBA10) obligatsiyalari bilan amalga oshirilib, ularning umumiy hajmi 64,41 mlrd so‘mni tashkil etdi, bu obligatsiyalar bozorida amalga oshirilgan umumiy bitimlar hajmining qariyb 70 foizini tashkil etadi. Ushbu obligatsiyalar bilan bir dona bitim tuzilgan bo‘lib, bitim davomida 6 180 dona obligatsiya savdosi amalga oshirilgan.

Savdo hajmi bo‘yicha keyingi eng yirik bitim “Hamkor invest lizing” MChJning (HKIL3) obligatsiyalari bilan tuzildi, bu obligatsiyalar bozorida tuzilgan bitimlar umumiy hajmining 14 %ni tashkil etdi. 2023 yil yakuni bo‘yicha 13,65 ming dona HKIL3 qarz qimmatli qog‘ozlari bilan jami 13,65 mlrd so‘mlik 12 ta bitim tuzildi. Ushbu emitent obligatsiyalarining kupon stavkasi 18 foizni, muomala muddati 3 yilni tashkil etadi, amal qilish muddati 2026-yil 6-mayda yakunlanadi (2.6-rasm).

Xorijiy mamlakatlardan jalb qilingan har qanday ko‘rinishdagi kapital davlat

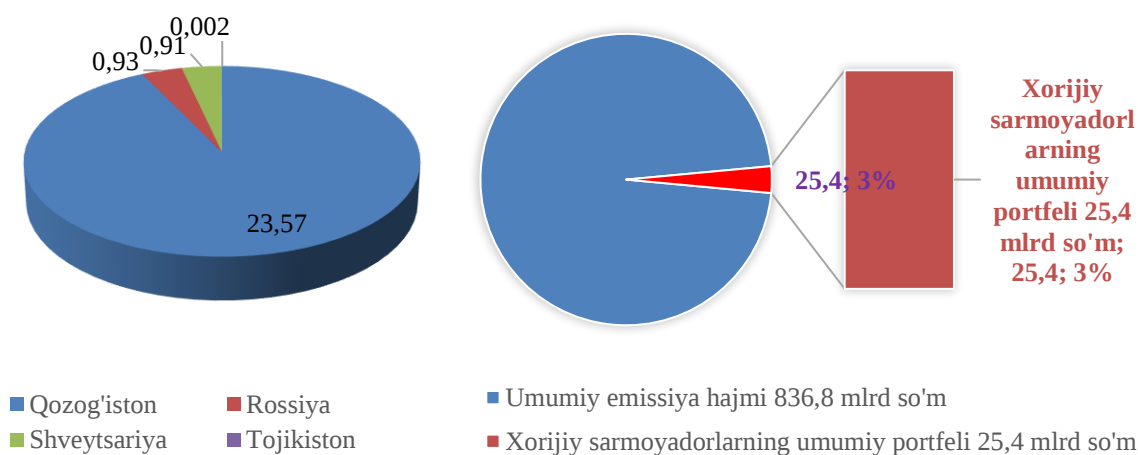


iqtisodiyotining rivojlanishida muhim manba hisoblanib qo‘shimcha imkoniyat sifatida umumiy iqtisodiyotning rivojlanishiga xizmat qiladi. Obligatsiyalar bozorida ham xorijiy sarmoyadorlarning mavjud ekanligi va ularning safining kengayishi respublikamiz kapital bozoring ravnaq topishiga ijobiy ta‘sir ko‘rsatadi.

2.7-rasm. Korporativ obligatsiyalar bozorida xorijiy investorlar ulushi (01.09.2023 holatiga)⁵⁶

⁵⁶ <https://uzcsd.uz> Markaziy depozitariy sayti ma’lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Rivojlanib borayotgan O‘zbekiston fond bozoriga chet el mamlakatlari va investorlarining qiziqishi ortib bormoqda. 2023-yil sentyabr holatiga O‘zbekiston obligatsiyalar bozorining 29 ta emitenti mavjud bo‘lsa shundan 8 tasi xorijiy sarmoyadorlar ulushi mavjud kompaniyalar hisoblandi (2.7-rasm). Bu kompaniyalar Rossiya, Qozog‘iston, Tojikiston va Shveytsariya davlatlariga tegishli hisoblanadi. Zamonaviy bozor iqtisodiyotidan talablaridan kelib chiqqan holda mahalliy moliya bozorni rivojlantirishning bir usuli sifatida chet ellik sarmoyadorlarning mamlakatimizga kirib kelishini ta’minlash ularni ishonтира olish dolzarb masala hisoblanadi.

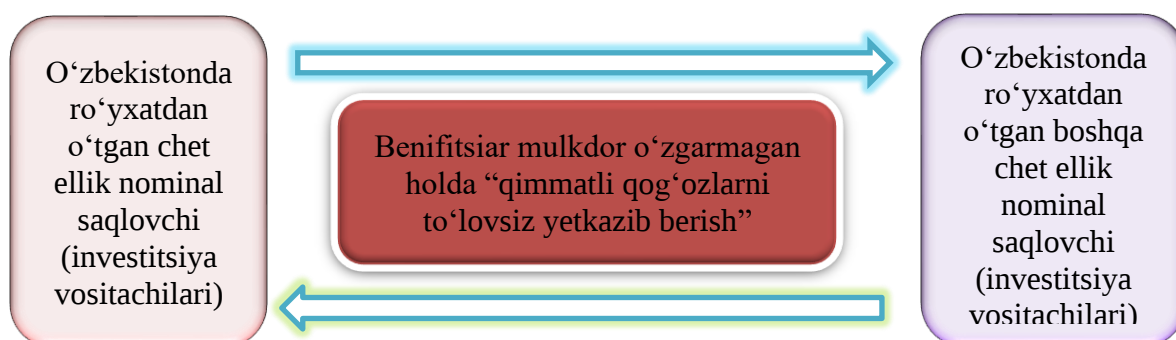


2.8-rasm. Korporativ obligatsiyalar bo‘yicha chet el mamlakatlari ulushi (01.09.2023-yil holatiga)⁵⁷

O‘zbekiston obligatsiyalar bozorida Markaziy Osiyo davlatlari, Rossiya va boshqa davlatlar ulushini ko‘rish mumkin. Xususan 2023-yil sentyabr holatiga qo‘shni Qozog‘iston Respublikasining O‘zbekiston obligatsiyalar bozoridagi ulushi 23,57 mlrd so‘m bilan umumiy xorijiy davlatlar ulushining 92,7 foizini tashkil qilgan. Keyingi o‘rinlarda Rossiya Federativ Respublikasi 0,93 mlrd so‘mlik ulush bilan 3,7 foizni band qilgan bo‘lsa, Shveytsariya esa 0,91 mlrd so‘mlik obligatsiyalarga egalik qilish bilan 3,6 foizni egallagan. Tojikiston Respublikasi esa 0,002 mlrd so‘mlik obligatsiyalarga egalik qilmoqda (2.8-rasm). Obligatsiyalar bozori rivojlanishi kelgusida xorijiy davlatlar ulushining o‘shishiga olib keladi. Qonun hujjatlari orqali chet ellik va mahalliy investorlarning qimmatli

⁵⁷ <https://uzcsd.uz> Markaziy depozitariy sayti ma’lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

qog'ozlar bilan bog'liq huquq va majburiyatlarini belgilash, soliq munosabatlarini aniqlashtirib olish mahalliy kapital bozoriga qo'shimcha investitsiya jalb qilishda muhim omil bo'lib xizmat qiladi deb hisoblaymiz. Fond bozorini jahon standartlariga moslashtirish orqali takomillashtirish chet ellik investorlar va chet ellik nominal saqlovchilar ishtirokida amalga oshirilishi eng samarali usullardan biri hisoblanadi. Shuning uchun qimmatli qog'ozlarning xorijiy nominal hisobvarag'idan (yoki xorijiy nominal hisobvarag'iga) benefitsiar mulkdor o'zgarmagan holda "qimmatli qog'ozlarni to'lovsiz yetkazib berish" (Free of Payment transfer of securities) amaliyotini joriy etish maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz. Bunda qimmatli qog'ozlar realizatsiya qilingan (sotilgan) hisoblanmaydi va tomonlarning hech biri uchun soliq majburiyati belgilanmaslik tamoyili amal qiladi (2.9-rasm).



2.9-rasm. Qimmatli qog'ozlarni to'lovsiz yetkazib berish mexanizmi⁵⁸

Mazkur taklifning amalga oshirilishi chet ellik nominal saqlovchilar hamda ularning mijozlari uchun obligatsiyalar bo'yicha soliqlar va komission xarajatlarning qisqarishiga sabab bo'ladi. Natijada benefitsiar mulkdor obligatsiyalar bilan bog'liq operatsiyalarni amalga oshirish vaqtida 0,46 foizga komission xarajatlardan ozod bo'ladi va obligatsiyalarning o'rtacha daromadlilikida ham o'sish sodir bo'ladi. "Chet ellik nominal saqlovchilar hamda kastodian banklarning mahalliy kapital bozorida qatnashishi uchun infratuzilmani yaratish"⁵⁹ga qaratilgan davlat dasturlarining olib borilayotganligi berilgan takliflarimizning dolzarbligini ko'rsatadi.

Korporativ obligatsiyalar bozorini rivojlantirishda sug'urta tashkilotlari

⁵⁸ Muallif tomonidan shakllantirilgan.

⁵⁹ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentyabrdagi PF-158-son "O'zbekiston -2030" strategiyasi tog'risidagi Farmoni

imkoniyatlaridan foydalanish va ularni obligatsiyalar bozoriga jalb etish muhim hisoblanadi. Yuqori moliyaviy salohiyatga ega bo'lgan sug'urta kompaniyalarining kapital bozoridagi investor va emitent sifatidagi ishtiroki bozorni yanada rivojlantirishga xizmat qilib uning savdo va kapitallashuv hajmiga ijobiy ta'sir ko'rsata oladi.

2.18-jadval

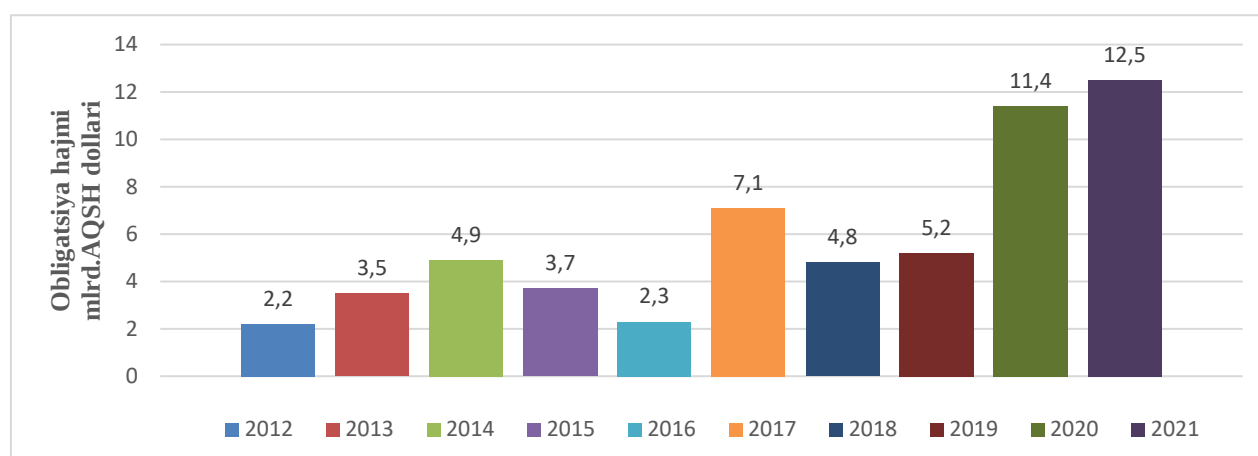
Sohalar kesimida 2022-yilda amalga oshirilgan bitimlar hajmi⁶⁰

Soha	Bitimlar soni dona	Qimmatli qog'ozlar soni, dona	Bitimlar hajmi, so'm	Bitimlar hajmi, foizda
Agrosanoat	1 167	26 798 365	237 928 504 872,21	4,94
Banklar	26 042	3 483 679 451	2 308 673 636 135,70	47,94
Lizing	37	16 287	15 115 403 190,00	0,31
Sanoat	21 247	5 695 260	53 962 415 359,26	1,12
Boshqalar	10 574	1 629 626 626	169 307 976 737,39	3,25
Aloqa	327	22 539	69 288 268,95	0,001
Sug'urta	2 586	30 996 280 411	87 131 618 128,52	1,81
Qurilish	14 628	10 254 180	1 924 353 299 577,87	39,96
Transport	84	82 573	18 089 702,17	0,001
Energetika	4 031	2 304 490	19 647 186 828,40	0,41

Birja operatsiyalari umumiy hajmining 1,81 foizi sug'urta sektori qimmatli qog'ozlari hissasiga to'g'ri keldi. Ushbu soha emitentlari bilan tuzilgan bitimlarning umumiy hajmi 87,13 mlrd so'mni tashkil etib 2 586 ta bitim tuzildi (2.18-jadval). Sug'urta tashkilotlari ushbu sohadagi ishtirokini kengaytirishning bir qancha yo'llari mavjud bo'lib ulardan biri obligatsiyalar bozorida nisbatan yangi instrument hisoblangan falokat obligatsiyalarini emissiya qilishdir. Falokat obligatsiyalari (CAT bonds) obligatsiya va sug'urta mahsulotining gibridd shakli bo'lib, bu tabiiy ofat yuzaga kelgan taqdirda sug'urta kompaniyalari uchun mablag' to'lashga mo'ljallangan yuqori rentabellikka ega qarz vositasidir. Ushbu obligatsiya turi emitentga muayyan belgilangan shartlar yuzaga kelganda ya'ni tabiiy ofatlar sodir bo'lganida obligatsiyadan mablag' olishga imkon beradi. Agarda obligatsiya bilan himoyalangan belgilangan tabiiy ofat sodir bo'lsa va sug'urta tashkiloti tomonidan zarar qoplab berilsa, obligatsiya bo'yicha foizlarni to'lash va asosiy qarzni to'lash kechiktiriladi yoki butunlay voz kechiladi. Falokat

⁶⁰ <https://www.uzse.uz>

obligatsiyalari xorij amaliyotida qisqa muddatga, asosan uch yildan besh yilgacha chiqariladi. Birlashgan Millatlar Tashkilotining hisobotlariga ko'ra "so'nggi 20 yilda tabiiy ofatlar soni 2 barobarga ko'payib 2000-yildan 2019-yilgacha bo'lgan davr oralig'ida 4,2 milliard odamga zarar yetkazgan 7348 ta yirik tabiiy ofatlar ro'y bergan"⁶¹. Mamlakatimizda "tabiiy ofatlar har yili 1,4 million kishi hayotiga o'z ta'sirini o'tkazib, umumiy yetkazilgan zarar qariyb 3 milliard dollar"⁶²ni tashkil qiladi.



2.10-rasm. Dunyo bo'yicha falokat obligatsiyalari emissiyasi hajmi⁶³

Dunyo bo'yicha falokat obligatsiyalari emissiyasining oshib borayotganligini 2.10-rasm ma'lumotlaridan ham ko'rishimiz mumkin. 2012-yil 2,2 mlrd AQSH dollari miqdorida falokat obligatsiyalari emissiya qilingan bo'lsa bu qiymat 2021-yilga kelib 12,5 mlrd AQSH dollariga teng bo'lgan (2.10-rasm).

Har xil turdagi yirik tabiiy va texnik ofatlar davlat byudjetiga qo'shimcha xarajat sifatida hisobga olinadi. Shu bilan birga, ijtimoiy xarajatlar, infratuzilmani tiklash xarajatlari ham davlat byudjeti zimmasiga tushadi. Mamlakatimizda faoliyat yuritayotgan sug'urta kompaniyalarining moliyaviy imkoniyatlari va davlat byudjetidan ajratiladigan mablag'lar ba'zi hollarda katta yo'qotishlarni qoplash uchun yetarli bo'lmasligi mumkin. Bunday hollarda davlatda favqulodda vaziyatlar oqibatlarini bartaraf etish xarajatlarini qonuniy yo'l orqali minimallashtirish maqsadi paydo bo'ladi. Falokat obligatsiyalari (CAT bonds)ning

⁶¹ <https://www.undrr.org/publication/human-cost-disasters-2000-2019>

⁶² <https://mineconomy.uz/uz/news/view/4105>

⁶³ <https://www.artemis.bm/wp-content/uploads/2021/06/q2-2021-catastrophe-bond-ils-market-report>.

emissiyasi ushbu xarajatlarni moliyalashtirish manbalaridan biri sifatida xizmat qiladi. Moliya bozoriga mazkur moliyaviy instrument bo'yicha amaliyotning joriy qilinishi uch tomonlama foydalilikka olib keladi. Birinchidan davlatning ko'zda tutilmagan xarajatlarini oldini olish imkoniyati paydo bo'ladi. Ikkinchidan sug'urta kompaniyalarining faoliyati kengayishiga olib keladi. Uchinchidan investorlarning boshqa obligatsiya turlariga nisbatan obligatsiyalar bozorida risk asosida o'z mablag'larini yana ham ko'paytirib olish imkoniyati paydo bo'ladi.

Shuningdek, mahalliy obligatsiyalar bozorini rivojlantirish uni qo'llab quvvatlash maqsadida O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligining 2023-yil 28-yanvardagi 07-45-01/03-sonli buyrug'i asosida 2023-yil 30-yanvardan boshlab "Toshkent" Respublika fond birjasining birja kotirovkalari varag'iga kiritilmagan qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari savdolari boshlandi. "Toshkent" RFBning listingga kiritilmagan qimmatli qog'ozlarning listingdan tashqari savdo maydoni ya'ni OTC bozor ishga tushirildi. OTC inglizcha atama bo'lib "Over-the-counter" ya'ni "birjadan tashqari" bozor degan ma'noni anglatadi. Ushbu bozorning ba'zi vazifalari oldingi yillarda uyushgan birjadan tashqari bozor hisoblangan "Elsis-Savdo" tizimi tomonidan bajarilgan edi. "Toshkent" RFBning birjadan tashqari savdo maydonida 2023-yilning birinchi chorak holatiga ko'ra 20 ta emitentning 24 ta qarz qimmatli qog'ozlari mavjud (2.19-jadval). 2.15-jadval ma'lumotlaridan shuni ko'rish mumkinki, OTC bozorda qatnashuvchi deyarli barcha emitentlar o'z obligatsiyalarini 1 mln so'mlik nominal qiymat bilan bozorga joylashtirgan. Emitentlar ichida faqatgina 2 ta emitentning, "Uzreport" MChJning bir dona obligatsiyasining nominal qiymati 50 mln so'm va "Akfa medline" MChJning bir dona obligatsiyasi 10 mln so'mni tashkil etgan. OTC bozorning umumiy kapitallashuvida "Uzreport" MChJ, "Akfa medline" MChJ, "Ifoda agro kimyo himoya" MChJlarning ulushi yuqori hisoblanadi. Kupon to'lovlari bo'yicha eng yuqori taklifni (28 foiz) "Imkon finans mikrocredit tashkiloti AJ", eng past foizdagi taklifni esa "Akfa medline" MChJ (6 foiz) taklif qilmoqda. Emitentlarning asosiy qismi 22 foizlik kupon stavka taklif qilganligini ko'rishimiz mumkin.

2.19-jadval.

“SME Bond” obligatsiyalar bozori (2023-yil yakuni holatiga)⁶⁴

№	Emitent	Instrument kodi	Emissiya sanasi/ So‘ndirilish sanasi	Kupon stavkasi. %	Obligatsiya nominal qiymati (so‘m)	Emissiya qilingan obligatsiya miqdori
1	“IMKON FINANS mikrokredit tashkiloti” AJ	UZ6056967AB9	28.07.2022 24.07.2025	28	1 000 000	3 000
2	“UZREPORT” MChJ	UZ6056997AA8	03.12.2020 13.12.2025	22	50 000 000	600
3	“AKFA MEDLINE” MChJ	UZ6057077AA8	26.04.2021 10.05.2026	6	10 000 000	21 100
4	“FAROVON HAYOT IFODASI” MChJ	UZ6057567AB8	19.04.2022 01.04.2025	24	1 000 000	2 000
		UZ6057567AB6	13.06.2022 13.06.2025	22	1 000 000	10 000
5	“IFODA AGRO KIMYO HIMOYA” MChJ	UZ6057617AA1	04.07.2022 24.06.2027	8	1 000 000	110 000
6	“BESHARIQ ISHONCH SAVDO” MChJ	UZ6057627AA0	30.06.2022 03.07.2025	22	1 000 000	10 000
7	“Farg‘ona Ishonch Savdo” MChJ	UZ6057637AA9	16.08.2022 21.08.2025	22	1 000 000	5 000
8	“Trust Trade Partner” MChJ	UZ6057647AA8	16.08.2022 21.08.2025	22	1 000 000	5 000
9	“VARIANT RETAIL FINANCE” MChJ	UZ6057657AA7	17.08.2022 21.08.2025	20	1 000 000	20 000
		UZ6057657AB5	22.05.2023 16.05.2026	20	1 000 000	20 000
		UZ6057657AC3	23.06.2023 21.06.2026	20	1 000 000	30 000
10	“ISHONCH KREDIT SAVDO” MChJ	UZ6057667AA6	17.08.2022 23.08.2025	22	1 000 000	10 000
11	“CASH U MIKROMOLIYA TASHKILOTI” MChJ	UZ6057707AA0	09.09.2022 06.09.2024	22	1 000 000	2 500
12	“TURIST BIZNES TRADE” MChJ	UZ6057717AA9	15.09.2022 14.09.2025	22	1 000 000	5 000
13	“TRUST TRADE ASIA” MChJ	UZ6057727AA8	19.09.2022 14.09.2025	22	1 000 000	5 000
14	“STAR SITY SENTER” MChJ	UZ6057737AA7	04.10.2022 29.09.2025	22	1 000 000	5 000
15	“HAMKOR INVEST LIZING” MChJ	UZ6057757AA5	11.11.2022 10.11.2025	17	1 000 000	4 500
16	“HAMKORMAZLIZING” MChJ	UZ6057767AA4	11.11.2022 10.11.2025	17	1 000 000	4 500
		UZ6057767AB2	25.04.2023 20.04.2026	18	1 000 000	8 500
17	“NATURAL JUICE” MChJ	UZ6057777AA3	12.12.2022 10.12.2027	15	1 000 000	15 000
18	“KIDS WORLD OF GOODS” MChJ	UZ6057787AA2	12.12.2022 11.12.2025	22	1 000 000	3 000
19	“TRUST VALLEY TRADE” MChJ	UZ6057837AA5	04.05.2023 23.04.2026	22	1 000 000	7 000
20	“TRUST IMPORTANT TRADE” MChJ	UZ6057897AA9	16.06.2023 15.06.2026	22	1 000 000	5 000
21	“MIKRO LEASING” MChJ	UZ6057957AA1	28.09.2023 08.10.2024	20	10 000 000	500
22	“O‘zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi” MChJ	UZ6056887AA1	17.10.2023 17.10.2026	19	1 000 000	140 000
23	“DELTA MIKROMOLIYA TASHKILOTI” MChJ	UZ6058027AA2	15.12.2023 12.12.2024	36	10 000 000	1 500
24	“SAIPRO GROUP” MChJ	UZ6058037AA1	19.12.2023 17.12.2028	24	50 000 000	130

⁶⁴ <https://www.uzse.uz> Toshkent RFBning 2023-yil yakunlari bo‘yicha birjaviy tahlil hisoboti.

Shu o‘rinda ta’kidlash joizki, ushbu obligatsiyalar birjadan tashqari bozorda old-sotdi qilinishiga qaramasdan birja obligatsiyalariga nisbatan ba’zi OTC bozor obligatsiyalari yuqori miqdordagi kupon stavka taklif qilgan.

Mahalliy obligatsiyalar bozoridagi bu kabi o‘zgarishlardan shunday xulosa qilish mumkinki, mahalliy moliya bozori tashkil etilgan vaqtdan buyon oxirgi 4-5 yil ichida obligatsiyalar bozorida keskin o‘shish kuzatildi. Xususan, 2019-yil fevral xalqaro yevroobligatsiyalar emissiya qilinishi, 2020-yil MChJ lar uchun obligatsiya chiqarish huquqi berilganligi, 2023-yil xalqaro “yashil” suveren obligatsiyalar chiqarilganligi, “Toshkent” RFBning birjadan tashqari savdo maydoni tashkil etilganligi va boshqa o‘zgarishlar keltirilgan fikr va mulohazalarning yaqqol isboti hisoblanadi.

2.3 § Xalqaro kapital bozorida obligatsiyalar savdosi tahlili

Xalqaro kapital bozoridagi globallashuv sharoitida moliyaviy resurs jalb qilmoqchi bo‘lgan davlatlar tomonidan suveren obligatsiyalarning emissiya qilinishi, moliyaviy barqaror kompaniyalar tomonidan korporativ obligatsiyalarning xalqaro valyutada yirik birjalarda joylashtirish ishlarining doimiy ravishda amalga oshirilib kelinayotganligi xalqaro obligatsiyalar bozori rivojlanishiga asos bo‘lmoqda. Bu kabi amaliyotlar davlat va korporativ tuzilmalar uchun moliyaviy mablag‘lardan uzoqroq vaqt mobaynida foydalanish orqali o‘z faoliyatlarini kengaytirish va rivojlantirishga xizmat qilmoqda. Xalqaro kredit munosabatlarini inkor etmagan holda xalqaro obligatsiyalardan foydalanish ko‘plab mamlakatlar iqtisodiy rivojlanishida ijobiy na’tijalarga sabab bo‘ldi. “Xalqaro obligatsiyalar bozorida xorijiy obligatsiyalar an’anaviy instrumentlar hisoblanadi. Xorijiy obligatsiyalar xorijiy davlat tomonidan unga nisbatan xorijiy bo‘lgan valyutada sotilgan obligatsiyalardir”⁶⁵. Xalqaro bozorda xorijiy obligatsiyalarning bir qancha turlari mavjud bo‘lib yevroobligatsiyalar xorijiy obligatsiyalarning eng keng tarqalgan turidir. Obligatsiyalarning bu turi yevroobligatsiya deb nomlanishiga sabab dastlab AQSH kompaniyalari Yevropa

⁶⁵ Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 20.

fond birjalarida sotish uchun maxsus qarz instrumentini emissiya qilishni yo'lga qo'yishgan. Keyinchalik bu tushuncha umumiy tus olib faqat AQSH kompaniyalari tomonidan emas balki barcha davlatlar tomonidan emissiya qilinadigan xalqaro qarz instrumentiga aylandi. Shuningdek, chet el obligatsiyalari ichki bozorda xorijiy emitent tomonidan ichki mamlakat valyutasida chiqariladi. Masalan, O'zbekistonda chiqarilgan va Qozog'iston kompaniyasi tomonidan o'zbek so'mida baholangan obligatsiya Qozog'iston uchun xorijiy obligatsiyalarining bir turi hisoblanadi. Bugungi kunda eng ommabop xalqaro obligatsiya sifatida yevroobligatsiyalar muomalasi keng rivojlangan. Yevroobligatsiyalar emissiya qilinishi emitent uchun xalqaro darajadagi yevroobligatsiya xizmatlarini va ma'lum miqdordagi xarajatlarni talab qiladi. Yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish uchun xalqaro doirada xizmat ko'rsatuvchi dunyoga mashhur moliyaviy tashkilotchi kompaniyalar sifatida J.P.Morgan, Deutsche Bank, Citigroup, ABN Amro, UBS va boshqa shu kabi moliya institutlarini ta'kidlash mumkin. Emitentlar tomonidan yevroobligatsiyalarning xalqaro birjalarga joylashtirilishida xalqaro birjalarning qat'iy o'z talablari va belgilangan to'lovlari mavjud. Bundan tashqari yevroobligatsiyalar bilan bog'liq muomalalarni tashkil etishda bajariladigan ishning hajmiga qarab yuridik xizmatlar ko'rsatilganlik uchun xizmat haqlari miqdori 1 mln.AQSH dollarigacha bo'lgan xarajatlarni talab etadi. Emitent obligatsiya munosabatlariga kirishganda birja operatsiyalarini bajarishda moliya bozori bo'yicha yetarlicha bilim va malakaga ega bo'lgan o'z xodimlari yoki anderrayterlik faoliyati bilan shug'ullanuvchi kompaniyalar xizmatidan foydalanish mumkin. Anderrayter xizmatidan foydalanilganda o'rtacha hisobda xizmat haqi odatda muomalaga chiqarilgan yevroobligatsiya umumiy summasining 0,5–0,7 foizini tashkil etadi. Yevroobligatsiyalar emissiyasidagi barcha xarajatlar hisobga olinganda qarz kapitali jalb qiluvchi subyektlar uchun xalqaro yoki mahalliy kredit orqali qarz kapitalini jalb qilishga nisbatan 7-8 foiz ko'p xarajat talab qiladi. Emitent uchun yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarishdagi bu kabi xarajatlar bo'lishiga qaramasdan uzoq muddatli past foizli moliyaviy resurs jalb

qilish imkoniyatining mavjudligi emitentni rag'batlantiradi. Kompaniyalarni yevroobligatsiya emissiya qilishga undovchi yana bir asosiy sabablardan biri ularning xalqaro bozordagi ishtiroki xalqaro reytingdagi darajasining yaxshilanishiga xizmat qiladi va tovar va xizmatlarining dunyo bo'yicha brend mahsulot sifatida tan olinishiga xizmat qiladi. Shuningdek, yevroobligatsiyalarning amal qilish muddatlari turlicha bo'lib asosan 3 yillik, 5 yillik va 10 yillik yevroobligatsiyalardan foydalanish darajasi yuqori hamda uzoq muddatli yevroobligatsiyalar muomalasi ham mavjud bo'lib ular 15 yildan 30 yilgacha muomalada bo'ladi.

Jahon miqyosida xalqaro kapital bozori turli mamlakatlardagi kreditorlar va qarz oluvchilarning uzoq va qisqa muddatli moliyaviy resurslarga bo'lgan jami talab va taklifini o'zida mujassamlashtiradi. Ayniqsa bunda uzoq muddatli qarz majburiyatlari alohida ahamiyatli hisoblanadi. Dunyo mamlakatlarining iqtisodiy salohiyati uning moliya bozorida barqaror moliyaviy munosabatlarga ega ekanligi bilan ham belgilanadi. Shu o'rinda mamlakatning moliya bozori va iqtisodiy o'sishi o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni ta'kidlab o'tish lozim.

2.20-jadval

Xalqaro aksiyalar bozorlarining hududlar va yillar kesimida kapitallashuvi ⁶⁶

Yillar	Australia	Kanada	Xitoy	EU	GK	Yaponiya	Singapur	BB	AQSH	DM	EM	Jami
2008	683,9	1 033,4	1 778,8	5 656,7	1 328,8	3 263,3	265,0	1 868,2	11 590,3	2 124,0	3 457,3	33 049,5
2009	1 261,9	1 676,8	3 573,2	7 664,0	2 305,1	3 444,4	481,2	2 796,4	15 077,3	3 567,2	7 205,1	49 052,7
2010	1 454,5	2 170,4	4 027,8	7 160,9	2 711,3	4 099,6	647,2	3 613,1	17 283,5	4 387,4	9 275,7	56 831,5
2011	1 198,2	1 912,1	3 412,1	5 962,0	2 258,0	3 540,8	598,3	3 266,4	15 640,7	3 798,9	8 001,6	49 589,1
2012	1 386,9	2 058,8	3 697,4	6 847,1	2 831,9	3 681,0	765,1	3 396,5	18 668,3	4 449,1	8 367,1	56 149,1
2013	1 366,0	2 113,8	3 949,1	8 611,6	3 100,8	4 543,2	744,4	4 429,0	24 034,9	5 240,3	8 077,3	66 210,3
2014	1 288,8	2 095,4	6 004,9	7 844,3	3 233,0	4 378,0	752,8	4 012,9	26 330,6	5 292,9	8 415,7	69 649,3
2015	1 187,2	1 593,5	8 188,0	7 580,0	3 184,9	4 894,9	640,0	3 878,8	25 067,5	5 107,2	7 253,0	68 575,0
2016	1 316,9	2 041,5	7 320,7	7 669,6	3 193,2	5 061,5	649,5	3 467,4	27 352,2	5 274,7	8 202,6	71 549,9
2017	1 508,6	2 367,1	8 711,3	9 787,6	4 350,5	6 222,8	787,3	4 455,4	32 120,7	6 436,3	10 919,7	87 667,2
2018	1 262,8	1 937,9	6 324,9	8 136,0	3 819,2	5 296,8	687,3	3 638,0	30 436,3	5 661,4	9 620,9	76 821,6
2019	1 487,6	2 409,1	8 569,5	9 733,6	4 899,2	6 191,1	697,3	4 182,9	34 085,7	8 709,3	8 819,8	89 785,2
2020	1 720,6	2 608,4	12 276,8	11 148,1	6 130,4	6 718,2	652,6	4 045,6	41 569,9	9 756,0	10 089,6	106 716,1
2021	1 887,4	3 264,1	14 437,4	13 811,0	5 434,2	6 544,3	663,4	3 799,5	48 548,5	10 965,0	11 465,1	120 820,0
2022	1 679,2	2 744,7	11 469,3	10 988,4	4 566,8	5 380,5	619,4	3 096,0	40 298,0	9 462,8	10 930,1	101 235,2

Chunki moliya bozorining mavjudligining asosiy tamoyili iqtisodiy o'sishni jadallashtirish hisoblanadi. Dunyo davlatlarining xalqaro moliya bozorlaridagi

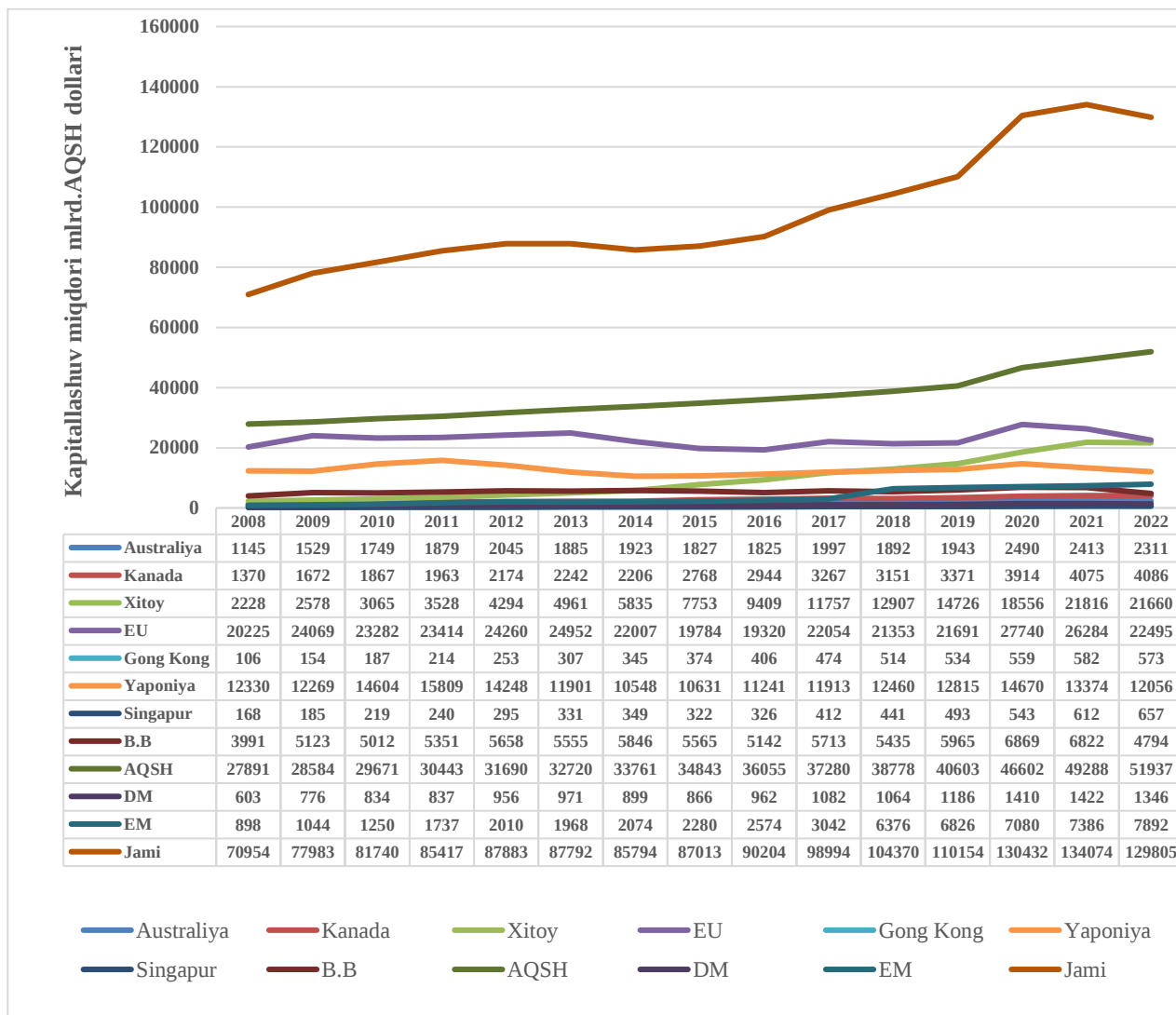
⁶⁶ <https://www.sifma.org>

ishtirokiga qarab undagi iqtisodiy rivojlanish darajasiga ham baho berish mumkin.

2.20-jadvalda moliya bozorida yuqori darajadagi savdo aylanmasiga ega davlatlarning xalqaro aksiyalar bozoridagi kapitallashuv hajmi ko'rsatilgan. Hududlar va yillar bo'yicha xalqaro aksiyalar bozori kapitalizatsiyasi taqsimotini tahlil qiladigan bo'lsak, xalqaro aksiyalar bozori tarixida eng yuqori natija 2021-yilda 120 820 mlrd dollar miqdorida qayd etilgan bo'lib, bunda AQSH 48 548,9 mlrd dollardagi xalqaro aksiyalar kapitallashuviga ega bo'lgan. O'tgan davr davomida Osiyo mintaqasi davlatlaridan Xitoy, Yaponiya, Gongkong va Singapur kabi yirik moliyaviy markazlarning aksiyalar bozori kapitallashuvida o'sish kuzatilgan. Masalan Xitoy 2008-yilda 1 778,8 mlrd dollar miqdordagi kapitallashuvga ega bo'lgan bo'lsa 2021-yilda o'z tarixidagi eng yuqori natija 14 437,4 mlrd dollarlik kapitallashuvga erishgan. Yaponiya dunyo moliya bozorida 15 yillik barqaror kapitallashuvga ega. Chunki Yaponiyada 2008-yilda 3 263,3 mlrd dollarlik kapitallashuv mavjud bo'lgan bo'lsa, keying yillarda ham ushbu miqdor atrofidagi kapitallashuvga ega bo'lgan. 2022-yilga kelib esa 5 380,5 mlrd dollarlik qimmatli qog'ozlar kapitallashuviga erishgan. Bu qiymat Yaponiya uchun 2021-yilga nisbatan 17,8 foizga kam ekanligini bildiradi. So'nggi 2017-2021-yillarga nisbatan 2022-yilda Yaponiya aksiyalar bozori kapitallashuvida miqdor jihatdan pasayish kuzatilgan. Shuningdek, Singapur va Gongkong moliya bozorlarida ham so'ngi yillarda nobarqarorlik kuzatilgan. Singapur xalqaro aksiyalar bozorida 2019-yilda 697,3 mlrd dollarlik kapitallashuv bilan o'z tarixidagi eng yuqori natijani qayd etgan (2.20-jadval).

Umuman moliya bozori tebranuvchi xarakterga ega ekanligini hisobga olsak, moliyaviy markazlar kapitallashuvidagi pasayish va ko'tarilishlarni bozorga xos xarakter deyish mumkin. 2022-yilda xalqaro obligatsiyalar bozori kapitallashuvi dunyo bo'yicha 129 805 mlrd dollarni tashkil etdi. Ammo bu ko'rsatkich o'tgan ikki yil davomidagi xalqaro obligatsiyalar kapitallashuvida pasayish tendensiyasi mavjud ekanligini ko'rsatmoqda. Ya'ni 2021-yil xalqaro obligatsiyalar kapitallashuvi 134 074,1 mlrd dollarni, 2020-yil esa 130 432,2 mlrd

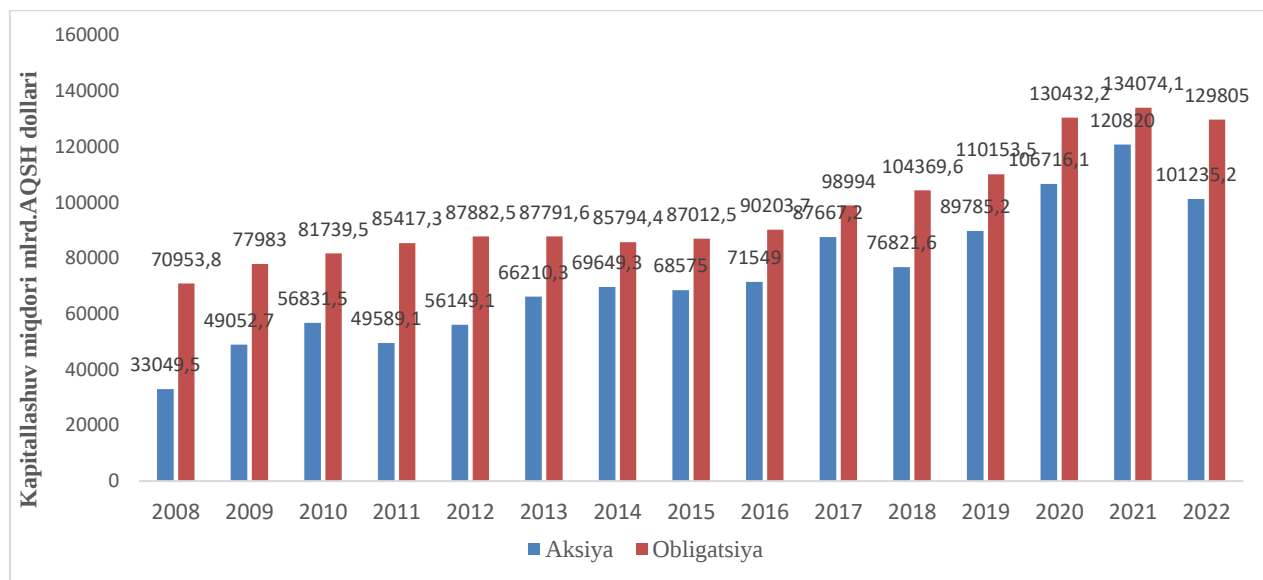
dollarni tashkil etgan edi. (2.11-rasm).



2.11-rasm. Xalqaro obligatsiyalar bozorlarining hududlar kesimida kapitallashuvi⁶⁷

So'nggi yilda global fond bozori va obligatsiyalar bozori 30 trln dollardan ko'proq zarar ko'rdi va bu moliya bozorining barcha sohaları qatori xalqaro obligatsiyalar bozori kapitallashuviga ham o'z ta'sirini ko'rsatmoqda. Shunga qaramasdan xalqaro obligatsiyalar bozori jahon moliya bozorining yetakchi sohasi bo'lib qolmoqda. Xalqaro obligatsiyalar bozorida AQSH 51 936,9 mlrd dollarlik kapitallashuv bilan o'z yetakchiligini saqlab qolmoqda. Keyingi o'rinlarni Xitoy (21 660,0 mlrd dollar), Yaponiya (12 056,2 mlrd dollar), Buyuk Britaniya (4 793,5 mlrd dollar), Kanada (4 085,8 mlrd dollar) davlatlari hamda Yevropa Ittifoqi davlatlari (22 494,5 mlrd dollar) egallamoqda.

⁶⁷ <https://www.sifma.org> Qimmatli qog'ozlar va moliya bozori assotsiatsiyasi (SIFMA)



2.12-rasm. Xalqaro aksiya va obligatsiya bozorlari kapitallashuvi⁶⁸

Xalqaro aksiya va obligatsiyalar bozorlarini kapitallashuv darajasiga ko'ra taqqoslaydigan bo'lsak 2.12-rasmdan ham ko'rinib turibdiki, yillar davomida obligatsiyalar bozori aksiyalar bozori ustidan dominantlik qilmoqda va ikkala bozor ham umumiy o'sish trendiga ega hamda ikkala yo'nalish ham 100 trln AQSH dollari miqdoridagi kapitallashuv hajmidan oshgan. Ammo 2022-yilda xalqaro fond bozori kapitallashuv hajmi sezilarli darajada pasaydi (2.12-rasm).

Bugungi kunda moliya bozorida to'lov qobiliyatiga ega ishonchli deb topilgan davlatlar va yirik kompaniyalar o'z suveren obligatsiyalari va yevroobligatsiyalari orqali uzoq muddatli, past foizli qarz mablag'larini jalb qilishga muvaffaq bo'lmoqda. Xususan, rivojlangan katta yettilik mamlakatlar qatoriga kiruvchi Buyuk Britaniya, Italiya, Kanada davlatlari 2022-yil davomida suveren obligatsiyalarini xalqaro fond bozoriga joylashtirishga erishdi.

Jadval ma'lumotlaridan ko'rish mumkinki, AQSH, Yaponiya, Germaniya davlatlari 2022-yil oktyabr holatiga xalqaro bozorda o'z suveren obligatsiyalarining joylashtirilmaganligini ko'rishimiz mumkin. Ammo bu davlatlar obligatsiyalarning boshqa turlari hisoblangan yevroobligatsiyalar, korporativ obligatsiyalardan ko'proq foydalanmoqda. Buyuk Britaniya, Italiya, Kanada davlatlari suveren obligatsiyalarni xalqaro bozorda joylashtirish bo'yicha

⁶⁸ <https://www.sifma.org> Qimmatli qog'ozlar va moliya bozori assotsiatsiyasi (SIFMA) ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

yetakchilik qilmoqda. Xususan, Italiya 46 493 mln. AQSH dollari miqdorida eng ko‘p emissiyani amalga oshirgan davlat hisoblanadi. Katta yettilik mamlakatlari tomonidan emissiya qilingan jami suveren obligatsiyalarning 60 foizdan ko‘proq qismi Italiya hissasiga to‘g‘ri kelmoqda (2.21-jadval).

2.21-jadval

Katta yettilik (G7) mamlakatlarida xalqaro bozorga chiqarilgan suveren obligatsiyalar tahlili⁶⁹

№	Davlatlar	Emissiya hajmi, mln.AQSH dollari. (2022-yil oktyabr holatiga)	Xalqaro bozorga emissiya qilingan suveren obligatsiyalar soni (mln dona) (2022-yil oktyabr holatiga)
1	AQSH	-	-
2	Yaponiya	-	-
3	Buyuk Britaniya	12 013	10
4	Fransiya	-	-
5	Italiya	46 493	52
6	Germaniya	-	-
7	Kanada	13 148	6
8	Jami	71 654	68

Obligatsiyalar bozorining rivojlanishini so‘ngi yillarda Osiyo davlatlari moliya bozoridagi ijobiy tendensiya bilan ham izohlash mumkin. Osiyo mamlakatlari qimmatli qog‘ozlar bozori rivojlanishining tahliliga oid ilmiy maqolalar mualliflari Oskar Kowalewski, Pawel Pisanylar o‘z tadqiqot ishlarida quyidagi fikrlarni keltirib o‘tishgan: “1997-1998-yillardagi Osiyo inqirozidan keyin obligatsiyalar, xususan, korporativ obligatsiyalar bozorining roli kuchayib bordi. Moliyaviy ekspertlarning fikriga ko‘ra qarz bozorini rivojlantirib borish kelgusida moliyaviy inqirozning salbiy ta‘sirini kamaytirishda muhim ahamiyat kasb etadi. Buning asosiy sababi sifatida, moliyaviy inqiroz vaqtida moliyalashtirishning muhim manbai bank asosida moliyalashtirish amaliyotida muammolar yuzaga kelgan paytda muqobil variant ekanligini ko‘rsatish mumkin”⁷⁰. 1997-yilda Tailanddagi chet el valyutasi bilan bog‘liq pul munosabatlarining izdan chiqishi butun Janubi-sharqiy Osiyo davlatlariga salbiy ta‘sir ko‘rsatdi. Osiyo davlatlarida bu kabi chet el valyutasi bilan, naqd pul bilan,

⁶⁹ <https://cbonds.com> ma‘lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

⁷⁰ Oskar Kowalewski, Pawel Pisany, What drove the growth of the corporate bond markets in Asia?, Research in International Business and Finance, Volume 48, 2019, Pages 365-380, ISSN 0275-5319, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.01.014>.

bank kreditlari bilan bog'liq muammolarni bartaraf etish yoki oldini olishda obligatsiyalardan foydalanish o'z ijobiy ta'sirini ko'rsatgan. Obligatsiyalar bozori emitent uchun uzoq muddatli moliyaviy resurs jalb qilish imkoniyatini berish bilan birga, butun moliya bozori uchun moliyaviy inqirozdan himoyalanişga yordam beruvchi moliyaviy richag ham hisoblanadi.

Osiyo mintaqasi davlatlarining Amerika va Yevropa davlatlari kabi zamonaviy qimmatli qog'ozlar bozorida keng ko'lamli faoliyati boshlanganligiga ko'p vaqt bo'lmadi. Ammo bir qancha Osiyo davlatlari: Xitoy, Yaponiya, Janubiy Korea hamda Singapur kabi davlatlari dunyo bo'yicha yirik moliyaviy markazlar sirasiga qo'shilib ulgurgan. Quyidagi 2.22-jadval ma'lumotlaridan bir qancha Osiyo mamlakatlarining davlat obligatsiyalari va korporativ obligatsiyalar emissiyasi holatini ko'rishimiz mumkin. Osiyo mamlakatlari doirasida davlat va korporativ obligatsiyalar emissiyasi hajmi bo'yicha Xitoy Xalq Respublikasi yetakchilik qilmoqda. 2019-yil Xitoy obligatsiyalari 981 mlrd dollarni tashkil etgan bo'lsa keyingi 3 yilda 2020-yil 1 574 mlrd dollar, 2021-yil 1 668 mlrd dollar, 2022-yil esa 1 443 mlrd dollar qiymatni tashkil etdi. Bu qiymat barcha Osiyo davlatlarining yillik obligatsiya emissiyasidan bir necha barobar yuqori demakdir. Osiyo davlatlari ichida Xitoydan keyingi o'rinlarda davlat va korporativ obligatsiyalarni muomalaga chiqarish bo'yicha Yaponiya va Koreya Respublikasi joy olgan.

Koreya Respublikasining obligatsiyalar bo'yicha yillik emissiyasi 2015-yildan 2022-yilgacha 160 mlrd AQSH dollari atrofidagi qiymatni qayd etgan. 8 yillik davr mobaynida eng quyi ko'rsatkich 2016-yil (139 mlrd AQSH dollari) qayd etilgan bo'lsa, eng yuqori natija 2020-yil (189 mlrd AQSH dollari) qayd etilgan. Mazkur davr mobaynida Korea Respublikasini obligatsiyalar bozorida barqaror faoliyat yuritgan deyishimiz mumkin. Chunki yillik obligatsiyalar emissiyasida juda katta farqlar ko'zga tashlanmaydi.

Osiyoning bu davlatlari orasida Singapurning obligatsiyalar bozoridagi ishtirokini alohida ta'kidlash lozim. Sababi Singapur 2015-yildan boshlab obligatsiyalar emissiya qilishda doimiy va barqaror o'sishga erishgan davlat

hisoblanadi. Singapur 2015-yildagi 59 mlrd AQSH dollari miqdoridagi obligatsiyalar emissiya hajmini 2022-yilda 269 mlrd AQSH dollariga ko'tara olgan davlatdir.

2.22-jadval

Osiyo mintaqasi davlatlarida muomalaga chiqarilgan davlat va korporativ obligatsiyalar to'g'risida ma'lumot⁷¹

№	Davlat nomi	2015 mlrd AQSH dollari	2016 mlrd AQSH dollari	2017 mlrd AQSH dollari	2018 mlrd AQSH dollari	2019 mlrd AQSH dollari	2020 mlrd AQSH dollari	2021 mlrd AQSH dollari	2022 mlrd AQSH dollari
1	Xitoy Xalq Respublikasi	665	532	871	887	981	1574	1668	1443
	-davlat obligatsiyalari	381	314	624	606	467	866	848	804
	-korporativ obligatsiyalar	284	218	247	281	514	707	820	639
2	Gong Kong	84	107	107	115	130	145	139	160
	-davlat obligatsiyalari	79	91	98	104	107	117	113	129
	-korporativ obligatsiyalar	5	16	9	11	23	28	25	31
3	Indoneziya	8	9	15	15	24	41	48	44
	-davlat obligatsiyalari	7	6	12	13	21	39	46	41
	-korporativ obligatsiyalar	1	3	3	2	3	3	2	4
4	Korea Respublikasi	160	139	166	167	169	189	180	165
	-davlat obligatsiyalari	72	56	76	76	68	85	78	61
	-korporativ obligatsiyalar	88	83	90	91	101	104	102	104
5	Malayziya	22	11	18	22	20	22	21	26
	-davlat obligatsiyalari	9	4	8	14	9	12	12	16
	-korporativ obligatsiyalar	13	7	10	8	11	9	9	9
6	Filippin	4	4	6	5	7	25	42	47
	-davlat obligatsiyalari	3	3	5	4	5	23	41	45
	-korporativ obligatsiyalar	1	1	1	0.9	2	3	1	2
7	Singapur	59	62	88	106	124	148	205	269
	-davlat obligatsiyalari	56	61	85	101	120	144	200	266
	-korporativ obligatsiyalar	3	1	3	4	4	4	5	3
8	Tailand	60	70	56	71	78	93	69	59
	-davlat obligatsiyalari	50	56	48	59	64	83	55	44
	-korporativ obligatsiyalar	10	14	8	12	13	10	14	15
9	Vetnam	14	14	13	7	20	8	9	29
	-davlat obligatsiyalari	13.8	13.8	12.99	6	20	5	5	27
	-korporativ obligatsiyalar	0.2	0.2	0.01	0.05	0.1	3	4	2
10	Yaponiya	434	413	419	391	265	533	502	373
	-davlat obligatsiyalari	410	389	388	353	238	484	464	347
	-korporativ obligatsiyalar	24	24	31	38	27	49	38	26
11	Rivojlanayotgan Sharqiy Osiyo davlatlari	1082	946	1346	1395	1536	2245	2381	2241
	-davlat obligatsiyalari	671	608	969	983	881	1374	1398	1433
	-korporativ obligatsiyalar	411	338	377	412	654	871	983	808

Shuningdek, Filippin davlati ham so'ngi yillarda obligatsiyalar emissiyasini sezilarli darajada oshira olgan davlat hisoblanadi. U 2015-yildagi 4 mlrd AQSH dollari miqdoridagi obligatsiya emissiyasi natijasini 2022-yilda 10 barobardan oshiqroq miqdorga ko'tara olgan yagona davlatdir (2.22-jadval).

“Osiyo yo'lbarisi” deya ta'rif etilgan Malayziya davlatining mazkur davrlar mobaynida obligatsiyalar bilan bog'liq ko'rsatkichlari deyarli barqaror tarzda 20

⁷¹ <http://asianbondsonline.adb.org>

mlrd dollar atrofida bo'lgan. O'zbekiston moliya bozorini mazkur Osiyo davlatlarining moliya bozori bilan taqqoslaganda ijobiy xulosalar kelib chiqmaydi. 2022-2026-yilda mahalliy moliya bozori oldida "Iqtisodiyotda moliyaviy resurslarni ko'paytirish maqsadida, kelgusi 5 yilda fond bozori aylanmasini 200 million AQSh dollaridan 7 milliard AQSh dollariga yetkazish"⁷² maqsadi turibdi. Keltirilgan raqamlar nafaqat obligatsiyalar bozorida, balki, butun moliya bozorida qanchalik dunyo mamlakatlaridan ortda qolayotganligimizni va tizimda ijobiy o'zgarishlar qilishimiz kerakligini ko'rsatmoqda.

Ikkinchi bob bo'yicha xulosa

Obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurslar jalb qilish amaliyoti tahliliga bag'ishlangan ikkinchi bob bo'yicha quyidagi xulosalar shakllantirildi:

Har qanday korxona va davlat ham iqtisodiy faoliyati jarayonlari davomida vaqti-vaqti bilan qarz instrumentiga murojaat qilishiga to'g'ri keladi. Bu kabi holatlarda birinchi navbatda davlat qarz olishda ichki manbalardan foydalanishi lozim. Chunki ichki qarz munosabatlarida moliyaviy risk darajasi nisbatan past hamda davlatning iqtisodiy va siyosiy jihatdan tashqi ta'sirlarga qaramligini oldini olishga xizmat qiladi. Bu yo'lda mahalliy obligatsiyalar bozori davlatga ichki qarz mablag'larini jalb qilishga imkoniyat beradi.

Emitent uchun obligatsiyalar uzoq muddatli qarz mablag'larini jalb qilinishida ma'qul ko'rilsa investorlar uchun esa amal qilish muddati qisqa va daromadliligi yuqori obligatsiyalar afzal ko'riladi. Mamlakatimizda davlat qimmatli qog'ozlari savdolarida qisqa muddatli davlat obligatsiyalari, xususan, 3 oylik va 6 oylik Markaziy bank va Moliya vazirligi tomonidan emissiya qilingan obligatsiyalarga bozor talabi yuqori ega ekanligini hisobga olib ushbu turdagi obligatsiyalar emissiyasini yanada kengaytirish maqsadga muvofiq. Buning natijasida davlatning kam xarajat evaziga qisqa muddatga qarz kapitali jalb qilish imkoniyatlari oshadi hamda bozorda kichik investorlar sonining oshishiga erishiladi.

⁷² O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-sonli "2022 - 2026 yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida"gi Farmoni

So‘nggi yillarda jahon moliya bozorida qarz kapitalining qimmatlashuvi yuz bermoqda. Bunga asosiy sabab dunyo bo‘yicha yuz berayotgan siyosiy va iqtisodiy va harbiy harakatlar hisoblanadi. Qarz kapitali bahosining o‘zgarishi mahalliy bozorda davlat qimmatli qog‘ozlarining o‘rtacha tortilgan daromadlilikiga ham o‘z ta‘sirini o‘tkazib davlat obligatsiyalari bo‘yicha foiz stavkalarining ko‘tarilishiga olib kelmoqda.

Mahalliy fond bozorida korporativ qimmatli qog‘ozlarning faqatgina aksiya va obligatsiya turlarining mavjudligi, bozorda korporativ qimmatli qog‘ozlarning diversifikatsiya qilinishi kerakligini ko‘rsatmoqda. Korporativ qimmatli qog‘ozlarning diversifikatsiya qilinishi mahalliy kapital bozori imkoniyatlarini kengaytirishga xizmat qiladi.

Xalqaro miqyosda moliya bozorining asosiy segmenti bo‘lgan obligatsiyalar bozorida banklarning o‘rnini boshqa moliya institutlari egallashni boshlagan bir paytda mamlakatimizda banklarning obligatsiyalar bozoridagi ishtiroki yuqori darajada emas. Banklarning moliya sohasidagi tajribasi va ularning moliyaviy imkoniyatlaridan samarali foydalangan holda obligatsiyalar bozoriga jalb qilish maqsadga muvofiq.

Mahalliy qimmatli qog‘ozlar bozorida korporativ qimmatli qog‘ozlarning bir qancha turlari bo‘lishiga qaramasdan asosiy savdolar korporativ aksiyalar bilan olib boriladi. “Toshkent” RFBda amalga oshiriladigan 90 foiz savdo operatsiyalari korporativ aksiyalar hissasiga to‘g‘ri kelganligi korporativ obligatsiyalar bo‘yicha ham ishlarni rivojlantirish kerakligini talab etadi.

Xalqaro qimmatli qog‘ozlar bozori savdolarida obligatsiyalar eng yuqori ulushga ega moliyaviy instrument sifatida namoyon bo‘ladi. Umuman olganda obligatsiyalar dunyo bo‘yicha davlat va korporativ tuzilmalar uchun qarz kapitali jalb qilishdagi asosiy element ekanligini anglatadi.

III BOB. KAPITAL BOZORI ORQALI OBLIGATSIYALAR VOSITASIDA MOLIYAVIY RESURS JALB QILISHNI SAMARALI TASHKIL ETISH YO‘LLARI

3.1 § Milliy iqtisodiyotimizga obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs jalb etishdagi muammolar va ularni bartaraf etish yo‘nalishlari

Keyingi yillarda kapital bozori sohasida yechimini kutayotgan muammolarni hal qilishga qaratilgan keng ko‘lamli islohotlar olib borilmoqda. Dastavval barcha sohalarga taalluqli hisoblangan va ushbu sohaning ham tak zamiri hisoblangan qonunchilikni takomillashtirish borasida bir qancha qonunchilik hujjatlari ishlab chiqilmoqda. O‘zbekistonda kapital bozorini rivojlantirish bo‘yicha izchil ravishda ishlar amalga oshirilayotgan bo‘lsada, bu bo‘g‘inda ko‘pgina muammolar ham mavjudligini ta’kidlash lozim. Quyida mazkur sohaga oid asosiy ko‘rsatkichlarni tahlil qilish orqali mamlakatimiz fond bozori rivojlanish darajasi va muammolariga to‘xtalib o‘tamiz. Fond bozoridagi muammolarni bartaraf etish, uni rivojlantirish va barqarorlashtirish hukumatimiz va davlatimiz rahbarining ham diqqat e’tiborida turibdi. Xususan, 2019-yil 7-oktyabr kuni Prezidentimiz Shavkat Mirziyoyev ishtirokida aynan “fond bozori muammolari va uni bartaraf etish hamda fond bozorini rivojlantirish masalalariga bag‘ishlangan yig‘ilish o‘tkazilib yig‘ilishda sohaning asosiy muammolari sifatida quyidagilar ta’kidlandi:

birinchidan, qimmatli qog‘ozlar chiqarish va ularni sotishning samarasiz mexanizmi...;

ikkinchidan, sohaning haddan tashqari tartibga solinganligi (100 ga yaqin normativ hujjatlar), ko‘plab cheklovlarning mavjudligi...;

uchinchidan, dastlabki ikkita muammo oqibatida – fond bozorida professional ishtirokchilar kam...;

to‘rtinchidan, malakali mutaxassislar kam ekanligi”⁷³. Albatta bu kabi muammo va kamchiliklar fond bozorining rivojlanishiga, xususan, obligatsiyalar bozorining rivojlanishiga to‘siq bo‘lmoqda. Sohaning qay darajada

⁷³ O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti Sh.Mirziyoyevning “Fond bozorini rivojlantirish masalalari”ga bag‘ishlangan yig‘ilishi. 07.10.2019

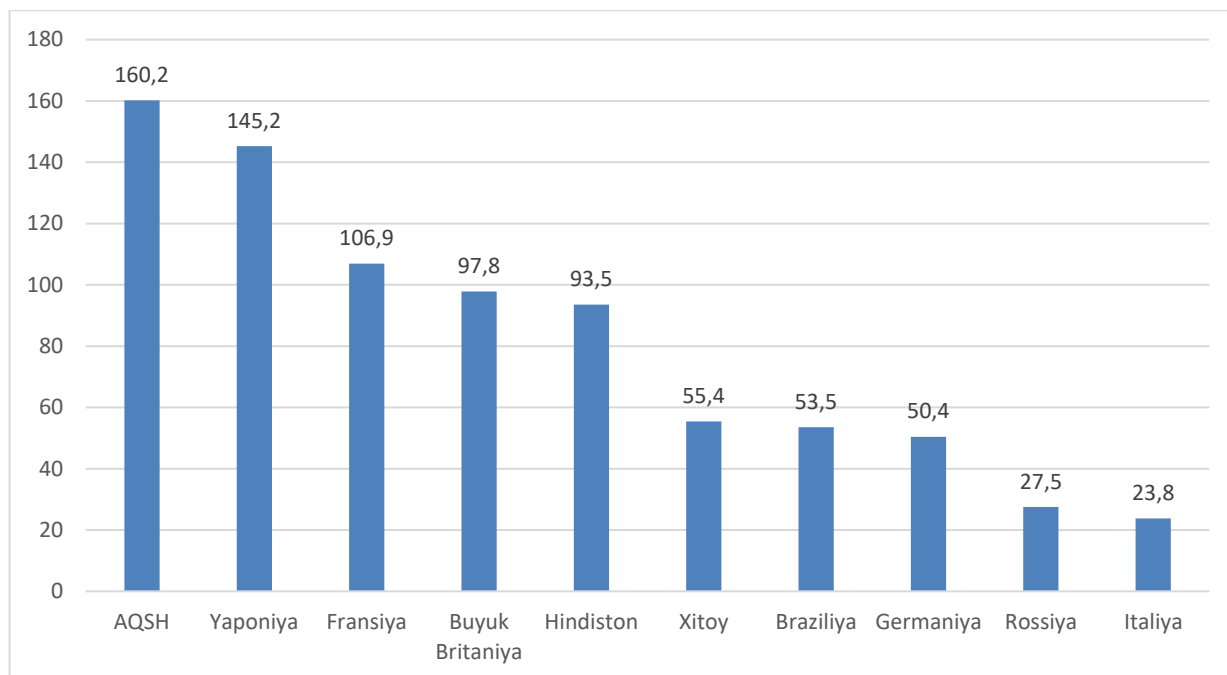
rivojlanayotganligini uning o'tgan va hozirgi miqdoriy ko'rsatkichlarini taqqoslash yoki boshqa davlatlar bilan solishtirish orqali aniqlash mumkin. Shu nuqtayi nazardan fond bozorining qanchalik rivojlanganlik darajasini aniqlashtirib olish maqsadga muvofiq. "Jahon amaliyotida qimmatli qog'ozlar bozori kapitalizatsiyasining YaIMga nisbati orqali mamlakat fond bozorining rivojlanganlik darajasini Baffet indikatori orqali aniqlash mumkin"⁷⁴. Qimmatli qog'ozlar bozori kapitalizatsiyasining YaIMga nisbati Baffet indikatori nomi bilan ham tanilgan. Chunki undan foydalanishni amerikalik yirik investor Uorren Baffet o'z iqtisodiy faoliyatidagi tajribasidan kelib chiqqan xulosalar natijasida iqtisodiy formula ko'rinishida taklif qilgan. Qimmatli qog'ozlar bozori kapitalizatsiyasining mamlakat YaIMiga nisbati bu umumiy bozor tarixiy o'rtachasi bilan taqqoslaganda past yoki yuqori baholanganligini aniqlash uchun ishlatiladigan nisbatdir. U fond bozori kapitalini yalpi ichki mahsulotga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi.

$$\text{Baffet indikatori} = \frac{\text{Qimmatli qog'ozlar bozori kapitalizatsiyasi}}{\text{YaIM}} * 100\% \quad (3.1)$$

Ushbu indikator 5 pog'onali darajaga bo'linadi va quyida uning tabaqalanishini ko'rib chiqamiz:

- 1-daraja 50% gacha – juda past daraja (Significantly Undervalued);
- 2-daraja 50% dan 75 % gacha – o'rtachadan past daraja (Modestly Undervalued);
- 3-daraja 75% dan 90% gacha - yetarli daraja (Fair Valued);
- 4-daraja 90% dan 115% gacha - o'rtachadan yuqori daraja (Modestly Overvalued);
- 5-daraja 115% dan ortiq - juda yuqori daraja (Significantly Overvalued).

⁷⁴ A.T.Alikulov Fond bozori orqali kapital oqimini oshirish: nazariya, amaliyot va istiqbollar. Monografiya. Qarshi. "Intellekt" nashriyoti, 2020.



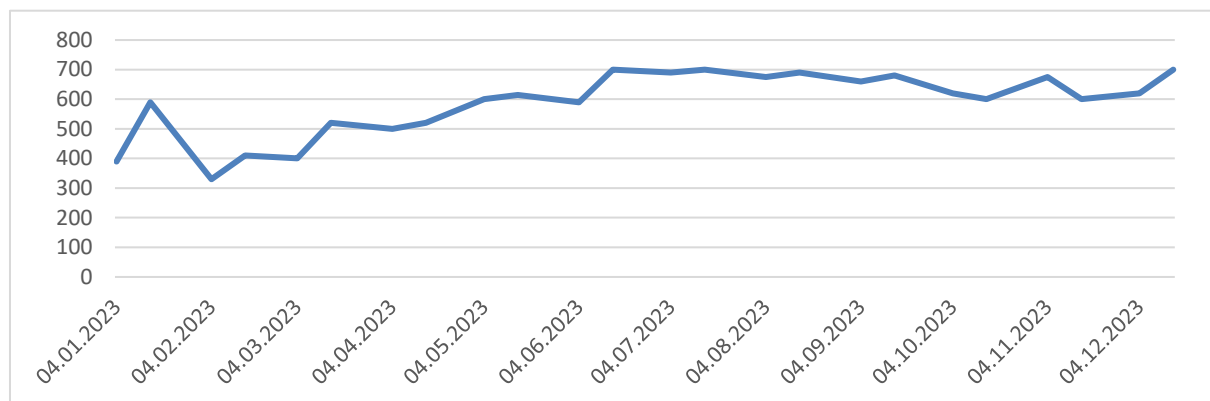
3.1-rasm. Dunyo davlatlarining 2022-yilda Baffet indikator bo'yicha ko'rsatkichlari⁷⁵

Jahon banki ma'lumotlariga asosan 2022-yilda Baffet indikator jahon bo'yicha 173 foizni tashkil etgan. 2022-yilda AQSHda bu ko'rsatkich 160,2 foizga, Yaponiyada 145,5 foizga, Fransiya 106,9 foizga, Buyuk Britaniya 97,8 foizga, Hindistonda 93,5 foizga, Xitoyda 55,4 foizga, Braziliya 53,5 foizga, Germaniya 50,4 foizga, Rossiya 27,5 foizga, Italiya 23,8 foizga teng bo'lgan (3.1-rasm).

Yuqoridagi 5 pog'onali bo'linishdan kelib chiqib, O'zbekistonda fond bozorining rivojlanganlik darajasi 1-darajadan, ya'ni 50 foiz ko'rsatkichdan ancha past bo'lganligi va eng yuqori ko'rsatkich 2022-yilda 10,62 foizni tashkil etganligi mamlakatda fond bozorining yaxshi rivojlanmaganligini anglatadi. Shunday bo'lsa ham o'rganilgan davr mobaynida mahalliy fond bozorida Baffet indikator bo'yicha ko'rsatkich, 2021-yil hisobga olinmasa, o'sish trendida bormoqda. Dunyo davlatlari miqyosida taqqoslanganda O'zbekiston Baffet indikator bo'yicha juda ham ortda qolmoqda. Mamlakatimizda ham "Toshkent" Respublika fond birjasining umumiy holati ko'rsatkichlarini anglatuvchi UCI (Uzbekistan Composite Index) indeksi yuritiladi. Ushbu indeks birja kotirovkalari varaqasiga

⁷⁵ <https://data.worldbank.org> – Jahon banki (The World Bank) rasmiy veb-sayti ma'lumotlari asosida shakllantirildi.

kiritilgan aksiyalar emitentlarining umumiy bozor kon'yunkturasini aks ettiradi.



3.2-rasm 2023-yil davomida UCI indeksi ko'rsatkichi⁷⁶

$$Index_{UCI} = \frac{Market\ Cap\ current\ date}{Market\ Cap\ base\ date} * Base\ index \quad (3.2)$$

Bunda

- "Market Cap current date – Aniq bir savdo sanasidagi joriy davr bozor kapitallashuvi, ya'ni bu joriy savdo sanasi va vaqtidagi barcha ro'yxatga olingan aksiyalarning bozor kapitallashuvini anglatadi.

- Market Cap base date - Muayyan indeks yaratilgan sanadagi barcha aksiyalarning bozor kapitallashuvi, ya'ni indeks yaratilgan sanada fond bozorida ro'yxatga olingan barcha aksiyalarning umumiy bozor kapitallashuvini bildiradi.

- Base Index (Indeks bazasi) – indeks ko'rsatkichi uchun o'rnatilgan raqamli birlik (1000)."⁷⁷

2023-yil davomida UCI indeksi 382,95 dan 703,25 gacha diapazonda bo'ldi. Indeksning maksimal qiymati 12 iyulda 767,3 birlikni qayd etgan, minimal qiymati esa 20 yanvarda - 354,73 birlikni qayd etgan. 2023-yilning birinchi choragida UCI indeksiga bir qancha qimmatli qog'ozlar emitentlari: "Mikrokreditbank" ATB, "Kafolat sug'urta" AJ "Biznesni rivojlantirish banki" ATBlarning qimmatli qog'ozlari narxlaridagi o'zgarishlar katta ta'sir ko'rsatdi va kon'yunkturasida nobarqarorlik yuzaga keldi. Keyingi choraklarda UCI indeksi oylar bo'yicha biroz farq qilgan holda barqaror ko'rsatkichlarda bo'ldi.

⁷⁶ <https://www.uzse.uz>

⁷⁷ <https://www.uzse.uz>

3.1-jadval.

O'zbekistonda fond bozorining kapitallashuv koeffitsiyenti⁷⁸

Ko'rsatkichlar	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
YAIM hajmi (mlrd. so'm)	221 350,9	255 421,9	317 476,4	426 641,0	532 712,5	605 514,9	738 425,2	888 341,7
Fond bozori kapitallashuvi (mlrd. so'm)	8436,3	7963,5	14817,7	21594,4	52300	54800	56200	94380
Fond bozori kapitallashuvining YAIMga nisbati (foizda), Baffet indikatori	3,81	3,11	4,66	5,06	9,81	9,05	7,61	10,62

Fond bozorining bir qismi bo'lgan obligatsiyalar savdosiga ham yuqoridagi muammolar ta'sir etmasdan qolmaydi. Obligatsiyalar bilan olib boriladigan savdolar jahon fond bozorida yirik hajmdagi ulushga ega. Ammo O'zbekiston fond bozorida obligatsiyalar doirasida amalga oshiriladigan savdolarning ulushi sezilarli darajada emas. Buni raqamlarda ham ko'rishimiz mumkin. 3.1-jadvalda oxirgi 5 yildagi O'zbekiston fond bozorida davlat qimmatli qog'ozlarining hamda korporativ obligatsiyalarning savdo hajmi va mamlakat YaIMdagi ulushi keltirilgan (3.1-jadval). Keltirilgan qiymatlarga qarab obligatsiyalarning yillar bo'yicha taqqoslama hajmini ko'rishimiz mumkin va ushbu natijalarga qarab uning joriy holatini baholash imkoniyati paydo bo'ladi.

3.2-jadval

O'zbekistonda fond bozorida DQQ va korporativ obligatsiyalarning savdolar hajmi holati⁷⁹

Ko'rsatkichlar	2018 yil	2019 yil	2020 yil	2021-yil	2022-yil
YAIM hajmi (mlrd. so'm)	426 641,0	532 712,5	605 514,9	738 425,2	888 341,7
Davlat qimmatli qog'ozlari savdolari hajmi (mlrd. so'm)	592,19	2 758,56	21 480,13	30 848,63	97 840
DQQning YAIM ga nisbati (%)	0,138	0,517	3,547	4,177	11,013
Korporativ obligatsiyalar savdolari hajmi (mlrd. so'm)	4	38.6	67.3	113.4	110.4
Korporativ obligatsiyalarning YAIM ga nisbati (%)	0,0009	0,0072	0,0111	0,0153	0,0124

Jadval ma'lumotlaridan anglash mumkinki, davlat qimmatli qog'ozlari va

⁷⁸ <https://www.uzse.uz> sayti ma'lumotlari asosida tayyorlandi

⁷⁹ <https://www.uzse.uz> va <https://www.stat.uz> ma'lumotlari asosida tayyorlandi.

korporativ obligatsiyalar savdolari hajmining YaIMga nisbatan foizdagi ulushi past darajada qolmoqda. Shunday bo'lsada yillar davomida obligatsiyalar savdolari hajmining o'sishini kuzatish mumkin. 2018-yilda davlat qimmatli qog'ozlari doirasida 592,16 mlrd so'mlik savdolar amalga oshirilib uning YaIM ga nisbatan ulushi 0,138 foiz bo'lgan bo'lsa, korporativ obligatsiyalar bilan esa 4 mlrd so'mlik savdo amalga oshirilib YaIM ga nisbatan 0,0009 foiz nisbatda qiymatni qayd etgan. Keyingi yillarda savdo hajmida sezilarli darajada o'sish kuzatilgan. 2019-yilda davlat qimmatli qog'ozlari savdolari hajmi 2 758,56 mlrd so'm bilan YaIMga nisbatan yarim foizdan ortiqroq nisbatda bo'lgan, korporativ obligatsiyalar savdosi esa deyarli 1000 foiz ga oshib 38,6 mlrd so'mlik natijani qayd etgan. YaIMga nisbatan esa 0,0072 foizlik nisbatda bo'lgan. 2020-yildan boshlab obligatsiyalar bozori savdolarida katta o'sish ro'y berdi. Xususan, 2020-yilda davlat qimmatli qog'ozlari doirasida 21 480,13 mlrd so'mlik savdo operatsiyalari amalga oshirildi. Bu qiymatning YaIMga nisbatan ulushi 3,547 foizni ko'rsatdi. Korporativ obligatsiyalar savdolarida 2019-yilga nisbatan 2 barobarga yaqin o'sish kuzatilgan. obligatsiyalar bozori hajmi so'ngi yillarda YaIM ga nisbatan sezilarli darajada o'sdi. 2021-yil davlat qimmatli qog'ozlari doirasidagi savdolar hajmi 30 848,63 mlrd so'mni tashkil qilgan bo'lsa, 2022-yilda esa bozor tarixidagi eng yuqori natijani 97 840 mlrd so'mni tashkil etdi. Korporativ obligatsiyalar savdolarida ham 2021-va 2022-yillarda 100 mlrd.dan ortiq savdolar bo'lgan, ammo 2022-yilda o'tgan yilga nisbatan savdolarida biroz pasayish kuzatilganligini jadval ma'lumotlari orqali ko'rishimiz mumkin. (3.2-jadval). Mamlakat YaIMiga nisbatan 2022-yildagi obligatsiyalarning umumiy savdolari ikkilamchi va REPO operatsiyalari hisobiga 10 foizdan oshgan. Ammo mamlakat fond bozoridagi jami qimmatli qog'ozlarning umumiy bozor kapitalizatsiyasi 10 foizga ham yetmaydi. Lekin bu borada tizimli ishlar amalga oshirilgan holda 2025-yilgacha o'zbekiston fond bozori kapitalizatsiyasini YaIM ga nisbatan 15 foizgacha oshirish maqsad qilingan. Bu mamlakatimiz moliya bozorini hozirgi darajasiga nisbatan bir necha barobarga o'sishini anglatadi.

O'zbekiston fond bozorida obligatsiyalar savdolarining past darajada

rivojlanganligiga, savdolar hajmining YaIMga nisbati kam ulushda ekanligiga asosiy sabablardan biri sifatida xususiylashtirish ko'rsatkichlariga bog'liq bo'lib, iqtisodiy sektorda faoliyat yuritayotgan korxonalarda davlat ulushining yuqori ekanligidir. Mustaqillikning ilk yillaridanoq davlat mulkini xususiylashtirish bo'yicha bir necha bosqichdan iborat tizimli ishlar olib borilmoqda. Xususan, 1992-yildan 2003-yilgacha xususiylashtirish 5 bosqichda amalga oshirilgan bo'lsa, mazkur jarayon so'ngi 5 yillikda sezilarli ravishda amalga oshirilmoqda. Bugungi kunda davlat ulushi yuqori bo'lgan yirik tijorat korxonalari bo'yicha xususiylashtirish ishlari tashkil etilgan bo'lib, ushbu korxonalarning ulushlari jismoniy va yuridik shaxslar o'rtasida joylashtirilmoqda. o'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 24-martadagi "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risi"dagi PQ-102-sonli qaroriga ko'ra 1001 ta davlat ishtirokidagi korxonalarning tarkibidagi tashkilotlarning aksiya paketlari (ulushlari) ommaviy savdolar orqali sotilishi belgilangan.

Xususiylashtirish jarayonlari fond bozori rivojlanishiga xizmat qilayotgan bo'lsada, O'zbekistonda davlat ulushining yuqori ulushda qolayotganligi boshqa rivojlanayotgan davlatlarning fond bozori bilan taqqoslaganda samaradorligi kam ekanligini ko'rsatmoqda. Fikrimizcha, obligatsiyalar bozorini rivojlantirishdagi bir chora sifatida davlat ulushi yuqori bo'lgan tijorat korxonalarini xususiylashtirish fond bozorida nafaqat obligatsiyalarning kapitallashuv darajasini yuqori bo'lishiga, balki, boshqa turdagi korporativ qimmatli qog'ozlar savdolarining o'sishiga ham xizmat qilgan bo'lar edi. Chunki moliyaviy mustaqil bo'lgan korxona o'z daromadlarining yildan-yilga yuqori darajada bo'lishiga intiladi va bunday korxona mahalliy va xorijiy investorlarni jalb qilishda ham faol bo'ladi. Jalb qilinayotgan mablag'lar obligatsiyalar ko'rinishida jalb qilinishi esa uning kapital bozoridagi mavqeyini mustahkamlaydi. Buni jahon tajribasidan ham ko'rishimiz mumkin. Bozor iqtisodiyoti asosida faoliyat olib borayotgan davlatlarda xususiylashtirish mulkchilikka yuqori darajada e'tibor qaratganligi ularning iqtisodiy jihatdan taraqqiy etishiga zamin yaratgan.

3.3-jadval

Qimmatli qog'ozlarning umumiy hajmidagi davlat ulushi⁸⁰

Egalar	Barcha qimmatli qog'ozlar (01.01.2024 holatiga)			Aksiyalar			Korporativ obligatsiyalar		
	Emitent soni	Ulush hajmi		Emitent soni	Ulush hajmi		Emitent soni	Ulush hajmi	
		mlrd.so'm	%		mlrd.so'm	%		mlrd.so'm	%
Davlat	239	158 216,5	84,2	239	158 216,5	84,7	-	-	-
Xo'jalik boshqaruvi organlari	135	3 848,8	2,0	135	3 848,8	2,1	-	-	-
Boshqa egalar	611	25 781,2	13,7	578	24 837,5	13,3	33	943,7	100
Umumiy hajmi	651	187 846,5		625	186 902,8		33	943,7	

3.3-jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, 2024-yil 1-yanvar holatiga jami AJlarda davlat ulushi 158 216,5 mlrd so'mlik qiymat bilan 84,7 foiz ulushni tashkil etmoqda. Qolgan 15,8 foiz ulush esa boshqalar hissasiga to'g'ri kelmoqda. obligatsiyalarga egalik qilish bo'yicha davlat birorta tuzilmaning qimmatli qog'oziga egalik qilmaydi. 943,7 mlrd.so'mlik obligatsiyalar egasi boshqa rezident va norezidentlar hisoblanadi (3.3-jadval).

3.4-jadval

AJ larning ustav kapitalida davlat muassasalarining ulushi⁸¹

Muassasalar (01.01.2024 holatiga)	Emitent soni	Ulush hajmi	
		mlrd.so'm	%
Iqtisodiyot va moliya vazirligi	32	109 015,3	68,9
Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi	11	34 757,3	22,0
Davaktiv agentligi	158	13 541,0	8,6
Muassasalar	33	251,0	0,2
ISSV	2	236,5	0,1
Hokimiyatlar	48	197,6	0,1
Eksportni rag'batlantirish agentligi	2	106,8	0,1
Unitar korxonalar	22	86,5	0,1
Markaziy bank	2	22,9	0,01
Qurilish va kommunal xo'jaligi vazirligi	1	0,9	0,0005
Qishloq xo'jaligi vazirligi	3	0,6	0,0004

⁸⁰ <https://uzcsd.uz> Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi sayti ma'lumotlari asosida tayyorlandi.

⁸¹ <https://uzcsd.uz> Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi sayti ma'lumotlari asosida tayyorlandi.

Bozor iqtisodiyoti tamoyillaridan kelib chiqqan holda, iqtisodiyot sektoridagi davlat ulushining xususiy sektorga o'tkazilishi mulkiy o'zgarishlarga sabab bo'ladi va kapital bozori rivojlanishiga katta ta'sir o'tkazadi. Chunki raqobat asosida faoliyat olib borayotgan har qanday xususiy tashkilot foydani maksimallashtirishga intiladi. Bu esa ularning sof foydasini aksiya va obligatsiyalarning dividend va foizlari uchun yuqori ulushlarda taqsimlanishiga olib keladi va fond bozori kapitallashuvini rag'batlantiradi.

3.4-jadvalda keltirilgan ma'lumotlardan ham ko'rish mumkinki, Iqtisodiyot va moliya vazirligi davlat ulushiga egalik qiluvchi eng yirik muassasa hisoblanadi. Jami davlat ulushi mavjud tuzilmalarning 68,9 foiziga egalik qilmoqda. Taraqqiyot va tiklanish fondi esa 34 757,3 mlrd.so'mlik aktivlar bilan jami davlat ulushining 22 foizga egalik qilmoqda. Shuningdek Davaktiv agentligi ham 8,6 foiz ulush bilan salmoqli ulushga ega. Qurilish va kommunal xo'jaligi vazirligi va Qishloq xo'jaligi vazirligining jami davlat ulushidagi hajmi eng kam qiymatga ega (3.4-jadval). Kapital bozori rivojlangan xorij davlatlari tajribasiga ko'ra davlat muassasalariga tegishli mulklarni xususiylashtirish mahalliy kapital bozorini rivojlantirishda ijobiy natijalarga olib keladi deb hisoblaymiz. Shuningdek, obligatsiyalar bilan bog'liq iqtisodiy munosabatlarning ommalashuviga to'siq bo'layotgan muammolardan biri bank omonatlari va obligatsiyalar daromadlilik o'rtasidagi nomutanosiblikdir. Ya'ni ortiqcha moliyaviy mablag'ga ega investor o'z mablag'larini ma'lum risk ostida obligatsiya sotib olish o'rniga nisbatan xavfsiz bo'lgan bank omonatlari shaklida joylashtirishni afzal ko'radi.

Bugungi kunda tijorat banklari tomonidan taklif etilayotgan asosiy omonat foiz stavkalari o'rtacha 22-23 foiz ni tashkil qilmoqda, hattoki ba'zi xususiy banklar va chet el banklari 27 foizgacha onlayn omonat foizlarini taklif qilmoqda (3.5-jadval). Bu esa obligatsiyadan olinadigan daromad bilan teng yoki qisman farq qilmoqda. Ayniqsa jismoniy shaxslar bunday holda o'z mablag'larini obligatsiya sotib olish uchun emas, bankka omonat sifatida joylashtirishni ma'qul ko'rmoqda. Aslini olganda, investor uchun bugungi kunda har ikkala holat ham yuqori daromadlilik bermaydi. Ammo moliyaviy risklarni hisobga olgan holda

hamda investitsiya miqdorining investor jamg'armasiga mos kelishiga ko'ra passiv daromad topishning usullaridan biri bo'lib xizmat qiladi.

3.5-jadval

Tijorat banklari tomonidan taklif etilayotgan omonatlar⁸²

Bank	Omonat nomi	Foiz stavkasi	Muddat	Minimal mablag'
TBC bank	Muddatli deposit (onlayn)	26,5-27 %	13 oy - 24 oy	100 000 so'm
Xalq banki	Xazna (Bank, onlayn)	23 %	24 oy	100 000 so'm
Biznesni rivojlantirish banki	BRB Omonat plus muddali (bank, onlayn)	21-22 %	13 oy	Cheklanmagan
Tenge bank	Qulay onlayn (onlayn)	22 %	13 oy	1 000 so'm
Garant bank	Bingo! (Bank, onlayn)	8 %	13 oy	500 AQSH dollari
Turon bank	Maksimum online (onlayn)	23,5 %	18 oy	100 000 so'm
Agrobank	Progress Bank, onlayn	22-23 %	13 oy	500 000 so'm
Anorbank	Shoshilmasdan 3.0 (Bank, onlayn)	25 %	24 oy	1 000 000 so'm
Ipoteka bank	Nihol online (onlayn)	17,5-21 %	3 oy - 12 oy	500 000 so'm
Asakabank	Maksimal foyda (Bank, onlayn)	15-24 %	1 oy - 24 oy	100 000 so'm
Aloqabank	Joziba plyus (onlayn)	18-19 %	3 oy - 6 oy	1 000 000 so'm
Hamkorbank	Ishonch 22 (onlayn)	22 %	13 oy	2 000 000 so'm
Mikrokreditbank	Universal (Bank)	22-23 %	12 oy - 24 oy	100 000 so'm

Mazkur taklif etilayotgan omonatlarning foiz to'lovlari tijorat banklari tomonidan har oyda onlayn yoki naqd shaklda to'lab boriladi. Bu esa investorlar uchun rag'batlantiruvchi stimulyazifasini o'taydi. Obligatsiyalar bo'yicha kupon to'lovlarining to'lab berilishi yilda bir, ikki yoki har chorakda amalga oshiriladi. Bu esa obligatsiyaga kiritilgan moliyaviy resursning omonatga qo'yilgan moliyaviy mablag'ga qaraganda qaytish samaradorligining past ekanligini ko'rsatadi. Bozor iqtisodiyoti sharoitida qarz mablag'larining jalb etishida unga ko'rsatilgan ta'minot yoki kafolat muhim hisoblanadi. Masalan jismoniy shaxslarning banklarga qo'ygan omonatlari "Fuqarolarning banklardagi omonatlarni kafolatlash fondi" tomonidan kafolatlangan va mazkur fond

⁸² Tijorat banklarining rasmiy sayti ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

omonatchilarning omonat uchun yo'naltirgan pul mablag'larini moliyaviy yo'qotishlarga uchrashini oldini olishni kafolatlaydi.

3.6-jadval.

Bank omonatlari va obligatsiyalarning afzalliklari va kamchiliklari⁸³

Bank omonatlari	
Afzalliklari	Kamchiliklari
- Taxmin qilinadigan, ishonchli va psixologik jihatdan qulay investitsiya shakli. - Soliqqa tortilmaydi - Daromadlilik oldindan aniq belgilangan. - Kelishuvga asosan har oy foizli daromadlarni olish mumkin. - Ortiqcha mablag'larni to'plash imkoniyati	- Bank depozitlari bo'yicha foizlar har doim ham inflyatsiyadan yuqori emas. - Cheklangan likvidlik: yuqori foizli omonatlarda pulni muddatidan oldin faqatgina foizlarni yo'qotish evaziga olish mumkin. - Foyda olish xususiyatiga qaraganda saqlash xususiyatining yuqoriligi. - Depozit so'mmasidan depozit muddati yakunlanmaguncha foydalanib bo'lmasligi
Obligatsiyalar	
Afzalliklari	Kamchiliklari
- Qisqa muddatli o'zgaruvchanlik bilan birgalikda yuqori daromadlilik. - Obligatsiyalardan keladigan daromad - bu ularni narxining o'sishi va foizli daromadlaridir. - Yuqori likvidlik. Obligatsiyalarni sotib olish va sotish operatsiyalari bozor narxlarida qisqa vaqt ichida amalga oshadi. - Moslashuvchanlik. Tanlangan strategiyaga qarab, siz portfelingizni qimmatli qog'ozlar bilan to'ldirasiz, xavf va rentabellikni muvozanatlashtirasiz.	- Bank omonatlariga nisbatan risk yuqori. Ularni boshqarish kerak. Buning uchun siz tayyor strategiyani va qulay xavf darajasini tanlashingiz mumkin. - Daromadlilik boshqa yuqori tashkilot tomonidan kafolatlanmaydi. - Ma'lum darajada moliyaviy savodxonlik talab etiladi

Korporativ obligatsiyalar sotilishida korxona tomonidan berilayotgan kafolatga qo'shimcha tarzda uchinchi shaxs kafolatining berilishi uning ishonchliligini oshiradi. Investor uchun qilingan har qanday investitsiyadan kutiladigan kutilma ijobiy moliyaviy natija hisoblanadi. Shuning uchun obligatsiyalar bank omonatlariga nisbatan yuqori daromadlilikka ega bo'lmas ekan ularga nisbatan yuridik va jismoniy shaxslarda qiziqish uyg'otish qiyin. Ayniqsa jismoniy shaxslarni obligatsiyalar bozoriga jalb qilish, ularning ortiqcha pul mablag'larini harakatlantirish kapital bozorining asosiy vazifalaridan biridir. Jismoniy shaxslar o'z ehtiyojlaridan orttirgan holda jamg'argan shaxsiy mablag'larini kelajakda foyda olish uchun moliyaviy bilimlarga asoslangan holda

⁸³ Muallif tomonidan shakllantirilgan.

moliya bozoriga yo'naltirishi ularga qo'shimcha daromad manbai sifatida xizmat qiladi. Masalan, AQSHda 50 foiz atrofidagi jismoniy shaxslarning o'z qimmatli qog'ozlari mavjud bo'lib, bu qimmatli qog'ozlardan keladigan daromadlar ularning yillik daromadlarining 20 foizga yaqinini tashkil etadi. Yaponiyada jismoniy shaxslar o'z jamg'armalarini omonatga qo'yishdan ko'ra qimmatli qog'ozlar sotib olishni afzal ko'rishadi.

Kapital bozoridan obligatsiyalar orqali kapital jalb qilishdagi asosiy muammolardan biri sifatida korporativ boshqaruvdagi sifat darajasining past ekanligini keltirish mumkin. Xalqaro amaliyotning ko'rsatishicha, korporativ boshqaruv darajasi yuqori bo'lgan mamlakat investorlari investitsiya kiritishda investitsiya kiritilayotgan mamlakatdagi korporativ boshqaruv darajasiga muhim omillardan biri sifatida e'tibor berishadi. Shuningdek, korporativ boshqaruv yaxshi rivojlanmagan mamlakat investorlari uchun investitsiya kiritish rejalashtirilgan davlatdagi korporativ boshqaruv darajasi ahamiyati yuqori bo'lmasligi mumkin. Korporativ boshqaruvning samarali tashkil etilishi ko'p jihatdan moliyaviy risk darajasini pasaytirishga va investorlar daromadlarining o'sishiga xizmat qiladi. "Ba'zida moliyaviy risklarni pasaytirish imkoni bo'lmasada, ammo o'z vaqtida ularning ta'sirini baholash muhim o'rin egallaydi. Chunki, moliyaviy risklarni qayerda, qachon va qanday ta'sir doirada namoyon bo'lishini oldindan ko'ra olish, moliyaviy yo'qotishlardan saqlanib qolish imkoniyatini berishi mumkin. Bunda moliyaviy risklarni aniqlashda xizmat qiluvchi axborot ta'minot bazalari muhim rol o'ynaydi"⁸⁴.

Bugungi kunda qimmatli qog'ozlar bozorida shaffoflikni ta'minlash, kerakli axborotlarni taqdim qilish va ulardan foydalanish bo'yicha emitent faoliyatidagi muhim faktlarni e'lon qilib borish amaliyoti zarur hisoblanadi. Muhim faktlar deyilganda korporativ tuzilmalarning moliyaviy-xo'jalik faoliyati natijasida emissiya qilgan qimmatli qog'ozlar bahosiga yoki ular bo'yicha olinadigan daromad miqdoriga ta'sir ko'rsatadigan o'zgarishlar nazarda tutiladi.

⁸⁴ Javlonbek Qurbonov "Korporativ tuzilmalarda moliyaviy risklarni baholash metodlari" International Journal of Finance and Digitalization. Vol.2 Issue 03, 2023.

3.7-jadval

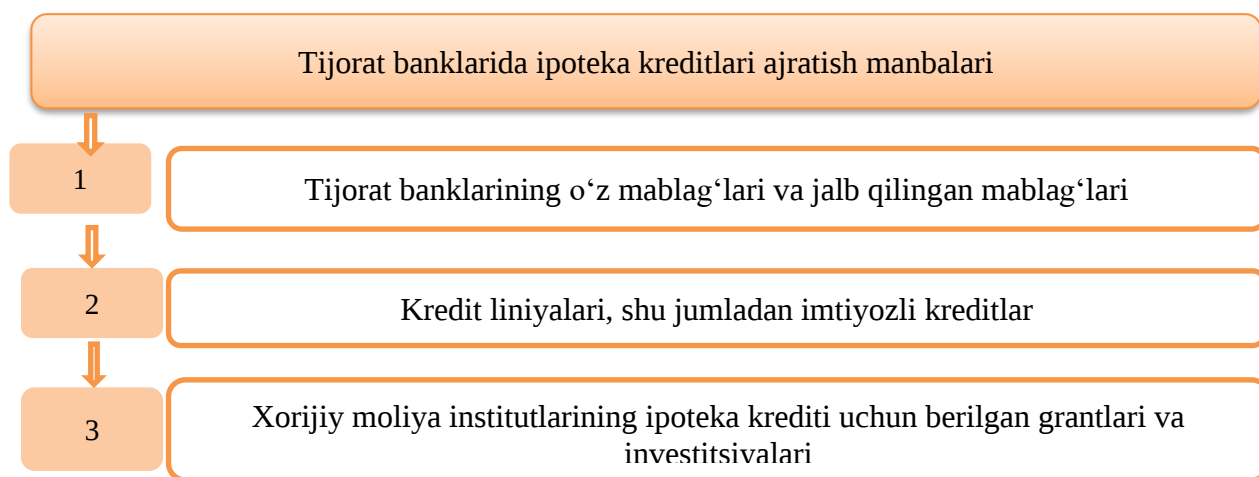
Emitent faoliyatidagi muhim faktlar ro'yxati⁸⁵

Muhim faktning nomi	Muhim faktning raqami
Umumiy ma'lumotlarga oid muhim faktlar	
Nom o'zgarishi	01
Joylashgan yer (pochta manzili), elektron pochta manzili yoki veb-sayti o'zgarishi	02
Qayta tashkil etilganligi	03
Faoliyatning to'xtatilganligi	04
Faoliyatning tugatilganligi	05
Emitentning yuqori boshqaruv organi tomonidan qabul qilingan qarorlar	06
Qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarning o'zgarganligi	07
Kuzatuv kengashining, taftish komissiyasining yoki ijroiya organining tarkibidagi o'zgarishlar	08
Filiallar ro'yxatidagi o'zgarishlar	09
Vakolatxonalar ro'yxatidagi o'zgarishlar	10
Sho'ba xo'jalik jamiyatlari ro'yxatidagi o'zgarishlar	11
Tobe xo'jalik jamiyatlari ro'yxatidagi o'zgarishlar	12
Emitentning mol-mulki va (yoki) bank hisobvaraqlari xatlanganligi	13
Miqdoriy o'zgarishlarga oid muhim faktlar	
Emitentga nisbatan uning aktivlari qiymatining 10 foizidan ortiq miqdorda da'vo qo'zg'atilganligi	14
Ustav kapitalining 50 foizidan ortiq miqdorda kredit olinganligi	15
Aktivlarning 50 foizidan ortiq miqdorda kredit olinganligi	16
Aktivlarning qiymati bir marta 10 foizdan ortiqroq miqdorda ko'payganligi	17
Aktivlarning qiymati bir marta 10 foizdan ortiqroq miqdorda kamayganligi	18
Bitimlarga oid muhim faktlar	
Miqdori yoki mol-mulkining qiymati bitim tuzilgan sanadagi holatga ko'ra emitent aktivlarining 10 foizidan ortig'ini tashkil etadigan emitentning bir martalik bitimlari	19
Emitent tomonidan yirik bitim tuzilishi	20
Affillangan shaxs bilan bitim tuzilishi	21
Litsenziyaga oid muhim faktlar	
Faoliyatning ayrim turlarini amalga oshirish uchun litsenziya olinganligi	22
Faoliyatning ayrim turlarini amalga oshirish uchun berilgan litsenziyaning bekor qilinganligi yoki amal qilishi tugatilganligi	23
Faoliyatning ayrim turlarini amalga oshirish uchun berilgan litsenziyaning amal qilishi to'xtatilganligi	24
Qimmatli qog'ozlar muomalasiga oid muhim faktlar	
Qimmatli qog'ozlarni chiqarish	25
Qimmatli qog'ozlar chiqarilishini to'xtatib turilishi	26
Qimmatli qog'ozlar chiqarilishining qayta tiklanganligi	27
Qimmatli qog'ozlar chiqarilishini amalga oshmagan deb topish	28
Qimmatli qog'ozlar chiqarilishini haqiqiy emas deb topish	29
Emitent 10 va undan ortiq foiz aksiyalarga (ulushlarga, paylarga) egalik qilayotgan yuridik shaxslar ro'yxatidagi o'zgarishlar	30
Emitent qimmatli qog'ozlarni qaytarib sotib olishga (muomaladan chiqarishga) doir majburiyatlarini bajarish muddatlari kelganligi	31
Qimmatli qog'ozlar bo'yicha daromadlarni hisoblash	32
Emitentga nisbatan to'lovga qobiliyatsizlik taomili joriy etilganligi	33
Kuzatuv kengashi a'zolarining emitent aksiyalariga egalik qilishidagi o'zgarishlar	34
Ijroiya organi a'zolarining emitent aksiyalariga egalik qilishidagi o'zgarishlar	35
Affillangan shaxslar ro'yxatidagi o'zgarishlar	36
Qimmatli qog'ozlar egalarida ularga tegishli bo'lgan qimmatli qog'ozlarning emitent tomonidan qaytarib sotib olinishini talab qilish huquqining yuzaga kelganligi	37

Qimmatli qog'ozlar emitentlarining faoliyati davomida e'lon qilib borishi

⁸⁵ O'zbekiston Respublikasi moliya vazirining "“Qimmatli qog'ozlar bozorida axborot taqdim etish va e'lon qilish qoidalarini tasdiqlash haqida”gi buyruqqa o'zgartirish va qo'shimchalar kiritish to'g'risida” buyrug'i, 09.08.2022 yilda ro'yxatdan o'tgan, ro'yxat raqami 2383-6.

majburiy hisoblangan bir qancha muhim faktlar mavjud. Mazkur muhim faktlar emitent va investor uchun faoliyatni tahlil qilish va kuzatib borishda asosiy manba bo‘lib xizmat qiladi. Investorlarni qo‘llab quvvatlash va ularning kapital bozoriga yo‘naltirgan pul mablag‘laridan samarali foydalanishiga imkon yaratish maqsadida ushbu muhim faktlarning 31-va 33- muhim faktlarini takomillashtirish maqsadida korporativ obligatsiyalar muomalasi bo‘yicha investorlarga ularning so‘ndirish muddatini o‘z vaqtida xabardor qilish, shuningdek to‘lovga qobiliyatsizlik holati yuzaga kelgan paytda axborotlar bilan o‘z vaqtida ta‘minlashning majburiy etib belgilanishi zarur (3.7-jadval). Obligatsiyalar bozorida emitentga nisbatan to‘lov qobiliyatsizlik taomili joriy etilganligini muhim fakt sifatida joriy etish orqali investorlarning qimmatli qog‘ozlar bilan bog‘liq opertasiyalarini o‘z vaqtida va yirik yo‘qotishlarsiz amalga oshirish, kapital bozoridagi moliyaviy faoliyatini nazorat etishda yetarli axborotlarga ega bo‘lish imkonini beradi. Natijada qimmatli qog‘ozlar bozorida shaffoflikni ta‘minlash va risk darajasining kamayishiga erishiladi hamda investorlar o‘z moliyaviy mablag‘larini ehtimoliy yo‘qotishlarini kamaytirishi yoki yo‘qotilishini oldini olishiga imkoniyat yaratiladi.



3.3-rasm. O‘zbekistonda tijorat banklari tomonidan ipoteka kreditlari berish manbalari⁸⁶

O‘zbekistonda obligatsiyalarning yangi turlari bo‘yicha emissiyaning kam yoki mavjud emasligi ham obligatsiyalar bozorining kamchiliklaridan biri hisoblanadi. Xususan, ipoteka obligatsiyalarning emissiya qilinishi investorlarni

⁸⁶ S.E.Elmirzayev va boshqalar “Moliya bozori” darslik Toshkent “Iqtisod-Moliya” 2019-yil.

jalb qiladi va savdolar hajmining sezilarli darajada oshishiga sabab bo‘ladi. Ipoteka obligatsiyalari muomalasining yo‘lga qo‘yilishi mamlakat uchun iqtisodiy va ijtimoiy salohiyatni yaxshilashga yordam beradi. Chunki bir tomondan ipoteka obligatsiyalari ayniqsa aholi qo‘lida to‘planib qolgan pul mablag‘larini iqtisodiyotga qaytarish va unung aylanishiga yordam bersa, ikkinchi tomondan esa uy-joylar qurilishinining tezlashishiga va aholining uy-joy bilan ta‘minlanganlik darajasining oshishiga olib keladi. Bu bilan ipoteka obligatsiyalarini chiqaruvchi subyektlar davlat zimmasida bo‘lgan aholini uy-joy bilan ta‘minlash vazifasini bajarishiga katta yordam bergan hisoblanadi. Ammo ipoteka obligatsiyalari, ipoteka kreditlari bo‘yicha ish olib borilganda 2008-yildagi jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozining kelib chiqishiga aynan ipoteka kreditlari sabab bo‘lganligini yoddan chiqarmaslik kerak va bu ishlarni davlat dasturlari doirasida amalga oshirish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

3.8-jadval

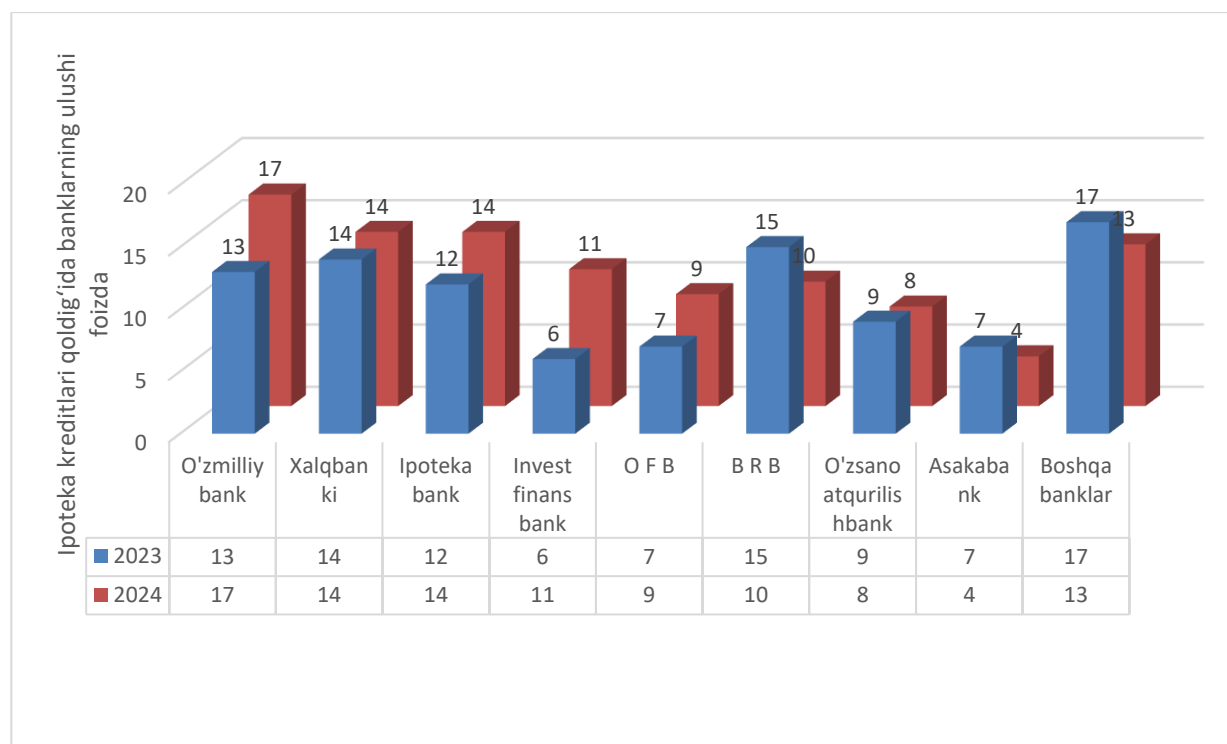
Ipoteka kreditlarining asosiy ko‘rsatkichlari⁸⁷

Ko‘rsatkichlar	2021 yil	2022 yil	2023 yil
“Yangi tartib” (O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023 yil 13 apreldagi PF-51-son Farmoni) doirasida asosan ajratilgan ipoteka kreditlari, mlrd. so‘mda	4 846,2	8 501,7	8 660
“Qishloq qurilish invest” IK va “O‘zshahar qurilish invest” IK uylariga, mlrd. so‘mda	2 124	1 916,4	897,4
Bank o‘z imkoniyatlari doirasida ajratilgan ipoteka kreditlari, mlrd. so‘mda	867,1	3 786,1	5 717,3
Kompaniya shartlari doirasida ajratilgan ipoteka kreditlari, mlrd. so‘mda	1 957	167	1 576,3
Ajratilgan ipoteka kreditlari, mlrd. so‘mda	9 794,10	14 371,2	16 851
- birlamchi bozorda	7 351,5	10 784,3	9 773,7
- ikkilamchi bozorda	2 442,6	3 586,9	7 077,3
Ipoteka kreditlari qoldig‘i (yil oxirida mlrd. so‘mda)	35 800	46 400	58 200

Mamlakatimizda ipoteka kreditlash amaliyoti to‘g‘ridan-to‘g‘ri kreditlash amaliyotiga asoslanib, O‘zbekiston Respublikasining 2006-yil 4-oktyabrdagi

⁸⁷ <https://cbu.uz/uz/>

“Ipoteka to‘g‘risida”gi Qonuni, Vazirlar mahkamasining 2007-yil 3-yanvardagi “Uy-joy qurilishiga, uni rekonstruksiya qilishga va sotib olishga ipoteka krediti berish to‘g‘risidagi nizomni tasdiqlash haqida”gi 2-sonli qaroriga, shuningdek, O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2019-yil 13-maydagi “Ipoteka krediti bozorini rivojlantirish va kengaytirishga oid qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida” PF-5715-sonli farmoni, O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 11-martdagi “Bozor tamoyillariga asoslangan ipoteka kreditlarini ajratish orqali aholini uy-joy bilan ta‘minlashga oid qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”gi PF-6186-sonli farmoni, O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 13-apreldagi “2023-yilda bozor tamoyillariga asoslangan ipoteka kreditlari orqali aholini uy-joy bilan ta‘minlash dasturini amalga oshirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi farmoni (yangi tartib)ga asosan tartibga solinadi (3.8-jadval). Ipoteka obligatsiyalarini emissiya qilish zarurligini taqdim etilayotgan ipoteka kreditlarining hajmi ham ko‘rsatib turibdi.



3.4-rasm. Tijorat banklarining o‘z mablag‘lari hisobidan ajratgan ipoteka kreditlaridagi ulushi⁸⁸

⁸⁸ <https://cbu.uz/uz/> Markaziy bank sayti ma’lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

2023-yilda tijorat banklari o'z mablag'lari hisobidan 18,9 ming nafar fuqarolarga jami 5 717,3 mlrd. so'm (2022 yilga nisbatan 1,5 barobar, 2021 yilga nisbatan 6,6 barobar ko'p) miqdoridagi ipoteka kreditlari ajratildi. 2024-yil 1-yanvar holatiga tijorat banklari o'z mablag'lari hisobidan ajratilgan jami ipoteka kreditlarining qoldig'i O'zmilliybankda 2 248,5 mlrd. so'mni (jami o'z mablag'lari hisobidan ajratilgan ipoteka kreditlari qoldig'ining 17 foizi), Xalq bankida 1 891,6 mlrd. so'mni (14 foiz), Ipoteka bankda 1 798,7 mlrd. so'mni (14 foiz) tashkil etgan bo'lsa, xususiy banklardan yuqori ulushlardan biri Invest finans bankda (11 foiz yoki 1 413,7 mlrd. so'm) qayd etildi (3.4-rasm).

Xalqaro kapital bozorida ipoteka kreditlarini ipoteka obligatsiyalari bilan moliyalashtirish amaliyotidan keng foydalanilsada mamlakatimizda tijorat banklari tomonidan mazkur amaliyot qo'llanilmaydi. Shuning uchun tijorat banklariga ushbu moliyaviy instrumentdan foydalanish taklifini bermoqdamiz. Bu jarayon orqali birinchidan, kapital bozori ishtirokchilari hajmi ortadi, ikkinchidan bozor kapitallashuv darajasi yaxshilanadi, uchinchidan mahalliy bozor imkoniyatlari kengayadi, to'rtinchidan tijorat banklarining daromadlilik ko'rsatkichi yaxshilanadi hamda kapital bozoridagi ushbu o'zgarish orqali aholining uy-joyga bo'lgan talabini qondirish imkoniyatlari oshadi. O'zbekistonda bu kabi obligatsiyalar orqali kapital jalb qilish uchun biznes yuritish shakllari talaygina. Mamlakatimizda ipoteka obligatsiyalari muomalasining yo'lga qo'yilmaganligi bu yo'nalishda foydalanilmayotgan imkoniyatlar mavjud ekanligini ko'rsatib turibdi. Jahon amaliyotidan ma'lumki, tijorat banklari orqali ipoteka obligatsiyalarining chiqarilishi bu jarayondagi barcha qatnashchilar uchun manfaatli bo'ladi.

Jahon amaliyotida obligatsiyalarning ko'plab turlari mavjud bo'lishiga qaramasdan O'zbekistonda ayrim obligatsiya turlarigina emissiya qilinadi va mazkur holat mamlakatimiz moliya bozorida foydalanilmayotgan imkoniyatlarning mavjudligini ko'rsatadi. Shu bilan birga, ichki bozorni rivojlantirishga to'siq bo'luvchi bir qancha dolzarb muammolar va kamchiliklar mavjud, jumladan:

- davlatning obligatsiyalar bozorini takomillashtirishda uzoq muddatli qat'iy amal qilib kelayotgan rejalashtirish tizimining mavjud emasligi;

- obligatsiyalar bozorining likvidlilik darajasi past hisoblanib davlat qimmatli qog'ozlari doirasida ikkilamchi savdolarni amalga oshirish uchun imkoniyatlarning yuqori emasligi;

- mahalliy kapital bozori infratuzilmasi zamonaviy axborot-texnologiyalari bilan yetarli darajada ta'minlanmaganligi;

- korporativ tuzilmalarning obligatsiyalar orqali moliyaviy resurs jalb qilishga bo'lgan qiziqishining past ekanligi;

- korporativ munosabatlarni tashkil qilishda eskicha yondashuvlarning amalda ekanligi nafaqat obligatsiyalar bozori, balki, butun kapital bozoridagi fundamental muammolar tarkibiga kiradi.

Obligatsiyalar bozoriga ta'alluqli ushbu muammo va kamchiliklarni bartaraf etish tizimli ravishda, hukumat darajasida olib boriladigan tadbirlardan iborat bo'lishi lozim. Bunda yechimni faqat iqtisodiy sektordan izlash to'g'ri bo'lmaydi. Asosiy va birinchi navbatda qilinadigan islohot sifatida bozor talablariga va xalqaro talablarga javob beradigan me'yoriy-huquqiy hujjatlarni ishlab chiqish va joriy etish zarur. Keyingi o'rinda aholi jismoniy shaxslarning obligatsiyalarni sotib olishlari uchun ularning iqtisodiy salohiyatini oshirishga ko'maklashish, ularni rag'batlantirish orqali obligatsiyalarni sotib olishga undash lozim. Masalan mahalliy hokimiyatlar doirasida emissiya qilinadigan munitsipal obligatsiyalar sotib olgan jismoniy va yuridik shaxslarning obligatsiya sotib olgan mablag'lari bo'yicha soliq imtiyozlarini qo'llash amaliyotini joriy qilish o'rinlidir. Shuningdek agar munitsipal obligatsiyalar orqali jalb qilingan mablag'lar ma'lum turdagi ishlab chiqarishni tashkil etishda sarflangan bo'lsa tashkil etilgan korxonalar tomonidan ishlab chiqarilgan mahsulotlarini obligatsiya egalariga bozor narxlaridan nisbatan arzon narxda sotish bilan ularni rag'batlantirish lozim hisoblanadi.

Mamlakatda umumiy fond bozorini rivojlantirishda davlatning regulyatorlik vazifasidan kelib chiqqan holda moliya bozorida ishtiroki kam bo'lgan hududlar uchun kapital bozoridagi ishtirokini rag'batlantirish hamda moliyaviy mablag'lar ajratish orqali ularning kapital bozoridagi ishtirokini ta'minlash mumkin.

Obligatsiyalar bozorini rivojlantirish uchun hududlarda obligatsiyalar bo'yicha moliyaviy savodxonlik markazlarini tashkil etish ham ma'lum miqdorda ijobiy o'zgarishlarga olib keladi.

Kapital bozorini tartibga soluvchi davlat organlari bozor qatnashchilari va investorlarning firibgarlik va manipulyatsiyadan aziyat chekmasligini ta'minlashga e'tibor qaratishi qimmatli qog'ozlar savdolarining ishonchliligini ortishiga xizmat qiladi. Shuningdek, regulyatorlar bozorlarning samarali ishlashini va bozor ishtirokchilarining bozor yaxlitligiga ishonchlarini ta'minlashga e'tibor qaratishi zarur.

3.2 § Kapital bozori orqali obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs jalb etishni takomillashtirish istiqbollari

Iqtisodiy jihatdan rivojlanish bosqichida bo'lgan har qanday davlat uchun iqtisodiyotni xalqaro talablarga moslashtirish, sohada zamonaviy texnologiyalarni qo'llash yirik hajmdagi qo'shimcha moliyaviy mablag'larni taqozo etadi. Mazkur jarayonda kapital bozori muhim rol o'ynab, iqtisodiyotga xorijiy investorlarni jalb qilish, jamg'armalarni investitsiya ko'rinishida iqtisodiyot tarmoqlariga yo'naltirish imkoniyatini yaratadi. Iqtisodiyotga moliyaviy resurslar jalb qilishning qimmatli qog'ozlar usuli bugungi dunyo moliya bozorining eng samarali usullaridan biri hisoblanmoqda. Shuningdek, kapital bozorining ravnaq topishi va xalqaro moliya bozorlariga integratsiyalashuvi mamlakat iqtisodiyotiga xorijiy investitsiyalarni jalb qilishda muhim o'rinni egallaydi. Masalan, 1950-1960-yillarda iqtisodiy ahvoli anchagina quyi darajada bo'lgan Malayziya davlati aynan iqtisodiyotini tez sur'atlar bilan o'sishiga erishishda xorijiy investorlarni iqtisodiyotga jalb qilish borasida strategik va taktik dasturlar ishlab chiqish bilan birga moliya bozorini takomillashtirishga katta e'tibor qaratgan. Mazkur dasturlarning amalga oshirilishi natijasida Malayziya davlati moliyaviy munosabatlarning mustahkamligi jihatdan dunyo bo'yicha o'z mavqeyiga ega bo'lgan davlat hisoblanadi.

Rivojlanayotgan mamlakatlar qatori O'zbekiston ham iqtisodiyotni

rivojlantirish, moliya bozorini barqarorlashtirish kabi iqtisodiy-moliyaviy jarayonlarda foydalanilmayotgan ko'plab imkoniyatlarga egadir. Xususan, mamlakatimizda faoliyat olib borayotgan moliya institutlari tomonidan sug'urta munosabatlaridagi, qarz munosabatlaridagi qimmatli qog'ozlar munosabatlaridagi imkoniyatlar fikrimizga yaqqol misol bo'ladi. Davlat va mahalliy kompaniyalar say-harakatlari natijasida obligatsiyalar bozorida yashil obligatsiyalar, munitsipal obligatsiyalar, infratuzilma obligatsiyalari, ipoteka obligatsiyalari, yevroobligatsiyalar emissiyasining rejalashtirilishi obligatsiyalar orqali moliyaviy resurs jalb qilishda yangi imkoniyatlarning paydo bo'lishiga zamin yaratmoqda. Bugungi kunda milliy iqtisodiyotimizga qarz kapitali jalb qilishda yevroobligatsiyalardan foydalanish eng maqbul usul bo'lib hisoblanmoqda. Bu borada oz bo'lsada tajribaga ham ega bo'ldik. Yevroobligatsiyalarning moliya bozoriga kirib kelganligiga 30 - 40 yil bo'lganligiga qaramasdan ko'plab davlatlar, ayniqsa, Amerika va Yevropa davlatlari moliya bozorining asosiy savdo elementlaridan biri bo'lib ulgurdi. Yevroobligatsiyalar yoki yevrobondlar bu dunyo bo'yicha barqaror qattiq valyutada chiqariladigan xalqaro qimmatli qog'ozdir. Misol uchun, O'zbekistonning AQSh dollarida xalqaro moliya bozorlariga joylashtirgan obligatsiyalari yevroobligatsiyalar deb ataladi. Milliy valutada xalqaro moliya bozorlariga davlat emitentligi asosida joylashtirgan obligatsiyalar esa suveren xalqaro obligatsiyalar hisoblanadi. Yevroobligatsiya – bu xalqaro xarakterga ega bo'lgan qarz majburiyatini ifodalovchi qimmatli qog'oz hisoblanadi. Yevroobligatsiyalar o'ziga xos bir qancha xususiyatlarga ega bo'lib ularga quyidagilardan iborat:

- nominal qiymati ko'rsatilgan holda maxsus belgi bilan emissiya qilinadi; yevroobligatsiya bo'yicha hisoblangan foizli daromadlar emitent tomonidan bir yilda bir yoki bir necha qismlarga bo'lib o'tkazilib beriladi;
- yevroobligatsiya bo'yicha kupon daromadlilik yevroobligatsiyaning amal qilish muddati davomida o'zgarmaydi;
- talab hamda taklifga ko'ra yevroobligatsiyaning bozor qiymati uning nominal qiymatidan yuqori yoki past bo'lishi mumkin;

- obligatsiyaning boshqa turlari singari joriy foyda ko'rsatkichlari yevroobligatsiyaning bozor qiymatiga bog'liq.

Yevroobligatsiyalar moliyaviy resurs jalb qilishda samarali usullardan bo'lishi bilan birga sarmoya kiritish va daromadlilikda har doim ham qulay bo'lmasligi mumkin. Chunki, yevroobligatsiya emitenti obligatsiyaning amalda bo'lish muddati davomida moliyaviy riskka duch kelishi, o'z majburiyatlarini baja olmasligi mumkin. Ya'ni defolt yoki iqtisodiy tanglik holatida davlat yoki korporativ tuzilmalar tomonidan emissiya qilingan yevroobligatsiyalar bilan bog'liq majburiyatlar bajarilmaslik riski yuzaga keladi. Masalan Rossiyaning yirik transport sanoat-guruhleri 2018-yilda muddati tugaydigan yevroobligatsiyalar bo'yicha defoltga uchradi, shundan so'ng uning reytingi bir necha pog'onaga tushib ketishi natijasida obligatsiyalar o'zining qiymatini yo'qotdi. Yana bir misol sifatida 2023-yilda Amerika Qo'shma Shtatlarida ham texnik defolt deb e'lon qilinish ehtimolligi oqibatida, ushbu davlat bilan bog'liq moliyaviy majburiyatlar, ayniqsa, g'azna obligatsiyalarining kupon stavkalari to'lanmaslik riskini keltirib chiqardi.

Moliyaviy globallashuv har bir davlat boshqa davlatlarning moliya bozorlariga moslashishini, integratsiyalashuvini talab etadi. O'zbekiston ham o'z imkoniyatlaridan kelib chiqqan holda London fond birjasiga 1 mlrd dollarlik yevroobligatsiyalarini joylashtirish bilan jahon obligatsiyalar bozoriga kirib keldi. Bu mamlakatimiz moliya bozori uchun benchmark bo'ldi. London fond birjasida xalqaro yevroobligatsiyalarni joylashtirish orqali 2019-yilda O'zbekiston jahon obligatsiyalar bozoriga kirib kelishi bilan mamlakatimiz moliya bozori uchun yangi davr boshlandi.

Markaziy Osiyo davlatlari ichida O'zbekiston birinchilardan bo'lib 2020-yil noyabr oyida o'z milliy valyutasida 2 trln so'm miqdoridagi obligatsiyalarni London fond birjasida 14,5 foiz kupon stavka bilan 3 yil muddatga joylashtirdi. Keltirilgan ma'lumotlardan shuni ko'rish mumkinki, suveren yevroobligatsiyalar orqali jalb qilingan mablag'larning 909,2 mln. AQSH dollari tijorat banklariga 0,5 foiz marja bilan yo'naltirilgan. Ammo ushbu amaliyotni milliy iqtisodiyot

rivojlanishida samarali usul deyish qiyin. “Xalqaro amaliyotda suveren obligatsiyalarni joylashtirishdan tushgan tushum butunlay strategik muhim loyihalarga yo‘naltiriladi. Biroq, bizning amaliyotimizda tijorat banklarida joylashtirish bilan chegaralanish munozarali”⁸⁹ ekanligi ham mahalliy iqtisodchi olimlar tomonidan ta’kidlangan., Yevroobligatsiyalar bilan bog‘liq xarajatlarni oshkor qilish lozim va bu boshqa emitentlar uchun qarz kapitali bahosini bilish va obligatsiya emissiya qilishda mo‘ljal olish uchun asos bo‘ladi. 2019-yilgi suveren obligatsiyalar chiqarilishi O‘zbekiston uchun sinov tajriba bo‘ldi.

2021-yil 12-iyulda O‘zbekiston Respublikasining “Barqaror rivojlanish maqsadlari” (BRM)ga erishishga yo‘naltirilgan 2,5 trln so‘m miqdorida 3 yil muddatga yillik 14,0 foiz bilan milliy valutadagi xalqaro suveren obligatsiyalarni joylashtirdi. Bu obligatsiyalarni BRM obligatsiyalari deyishimiz ham mumkin. BRM obligatsiyalari bu – Birlashgan Millatlar Tashkiloti tomonidan ishlab chiqilgan 2030 - yilgacha Barqaror rivojlanish bo‘yicha kun tartibiga 17 ta maqsadni amalga oshirish yuzasidan kapital jalb qilish uchun emissiya qilingan obligatsiyalardir. Bu maqsadlar asosan aholining ijtimoiy-iqtisodiy darajasini oshirishga qaratilgan. O‘zbekiston ham BMTning maqsadlariga mos keladigan 16 ta milliy BRMni o‘z ichiga oluvchi Barqarorlik modelini ishlab chiqdi. Bu - O‘zbekiston hukumatining BRMga erishishga qat’iy intilayotganidan dalolat beradi. Biroq, bu maqsadlarga erishish nafaqat qat’iylik va kuchli irodani talab qiladi, shuningdek katta miqdordagi investitsiya mablag‘lari ham zarur hisoblanadi. BMT Taraqqiyot Dasturi (BMTTD) tomonidan o‘tkazilgan baholash natijalariga ko‘ra, “mamlakatning milliy BRMga erishishi uchun yiliga 4,6 - 6 milliard AQSh dollari miqdorida investitsiyalar zarur”⁹⁰. 2021-yilda O‘zbekistonning BRM obligatsiyalari dasturi ishlab chiqilgan bo‘lib ushbu dastur xalqaro standartlar mos hisoblanadi. BRM obligatsiyalaridan kelib tushgan mablag‘larning taqsimlanishi, sarflanishi va ular hisobidan moliyalashtiriladigan loyihalarning monitoring qilish mexanizmlarini belgilab beradi. BRM

⁸⁹ M.N.Raxmedova. Xorijiy investitsiyalarni jalb qilish instrumenti sifatida evroobligatsiyalar bilan operatsiyalarni takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent. 2023

⁹⁰ <https://www.un.org>

obligatsiyalarini joylashtirishdan tushgan mablag'lar O'zbekistonning BRM obligatsiyalari dasturiga muvofiq milliy barqaror rivojlanish maqsadlariga erishishga qaratilgan loyihalarni moliyalashtirish bo'yicha respublika budjeti xarajatlarini qoplashga sarflandi. Loyihalar ijtimoiy maqsadlar: ta'lim, suv ta'minoti va irrigatsiya, tibbiyot, jamoat transporti kabi yo'nalishlarni qamrab oladi. BRM obligatsiyalari orqali jalb qilingan obligatsiyalar sohalar bo'yicha quyidagicha taqsimot qilindi:

- 12 ta yangi bolalar bog'chasi qurildi va 23 ta mavjud bolalar bog'chasi qayta ta'mirlandi;
- 2 ta yangi maktab qurildi va 31 ta mavjud maktab qayta ta'mirlandi;
- 7 ta yangi kasalxona qurildi va 29 ta mavjud kasalxona ta'mirlandi;
- 0-16 yoshdagi bolalar uchun 10 turdagi 19 770 423 doza vaksinalar xarid qilindi;
- 14 ta loyiha doirasida 82,8 km uzunlikdagi kanallar ta'mirlandi;
- 222 km uzunlikdagi ichimlik suvi va kanalizatsiya quvurlari qurildi va qayta ta'mirlandi;

33,1 km uzunlikda yangi yerusti va yerosti metro liniyalarini qurishga qisman yo'naltirildi.

Ko'rinib turganidek, ushbu loyihalarning barchasi to'liq ijtimoiy soha yo'nalishlarini qamrab olgan va deyarli hech qaysidan iqtisodiy manfaatdorlik kutish mumkin emas.

3.10-jadval

Obligatsiyalardan tushgan mablag'larning sohalar kesimida taqsimlanishi.⁹¹

№	Barqaror rivojlanish maqsadlari	Mablag' (mlrd so'mda)	Taqsimot
1	BRM 3. Sog'liqni saqlash	541 373	22 %
2	BRM 4. Ta'lim	438 875	17 %
3	BRM 6. Suv ta'minoti va irrigatsiya	169 970	7 %
4	BRM 9. Sanoat, innovatsiya va infrastruktura BRM 11. Barqaror shaharlar BRM 13. Iqlim	1 349 782	54 %
5	Jami	2 500 000	100%

⁹¹ <https://www.imv.uz> Iqtisodiyot va moliya vazirligi ma'lumotlari.

Obligatsiyalardan tushgan mablagʻlarning bir qismi Toshkent shahridagi yangi yerusti aylana metrosini va yerosti – Sergeli va Yunusobod liniyalarida yangi bekatlarni qurish boʻyicha respublika budjeti xarajatlarini qoplashga yoʻnaltirilgan. Jumladan, qiymati salkam 4 trln soʻm boʻlgan Toshkent shahridagi yangi yerusti aylana metrosini qurilishi uchun respublika budjetidan ajratilgan xarajatlarning 922 mlrd soʻm miqdori 2,5 trln soʻmlik BRM obligatsiyalari hisobidan qoplab berildi.

2022-yilda esa bu kabi suveren xalqaro obligatsiyalarni emissiya qilishga toʻsqinlik qiluvchi bir qancha omillar paydo boʻldi. 2022-yilda yuzaga kelgan geosiyosiy holat tufayli xalqaro moliya bozorlaridagi barqarorlik buzilishi natijasida foiz stavkalari koʻtarilib ketdi. Masalan, bizning AQSh dollarida joylashtirgan suveren obligatsiyalarimizning daromadliligi ikkilamchi bozorda 9,5 foizgacha koʻtarilib ketdi. Bu bizning oldingi yillarda joylashtirib boʻlgan obligatsiyalarimizning foiz toʻlovlariga taʼsir qilmaydi, chunki ular oʻzgarmas (fixed), ammo 2022-yilgi bozor holatida yangi obligatsiyalarni 9,5 foiz atrofida joylashtirgan boʻlar edik. Solishtirish uchun, 2021-yilda chiqarilgan suveren obligatsiyalarimizning foiz stavkalari esa yillik 3,7–3,9 foizni tashkil etadi. Taqqoslash natijasidan koʻrish mumkinki, 2022-yilda jalb qilingan qarz kapitali foizi oʻtgan yilga nisbatan 2 barobardan qimmatga tushmoqda. Shunga qaramasdan iqtisodiyotga arzon va samarali moliyaviy mablagʻlarni jalb qilishning bir qancha yoʻllari mavjud. Ushbu yoʻllardan biri sifatida infratuzilma obligatsiyalarini koʻrsatish mumkin. “Oʻzbekiston – 2030” strategiyasida ham obligatsiyalarga alohida eʼtibor qaratilgan boʻlib respublikada infratuzilma loyihalarini barqaror va uzoq muddatli moliyalashtirish manbalari bilan taʼminlash maqsadida “infratuzilma obligatsiyalari”ni chiqarish maqsad qilib olingan. “Infratuzilma obligatsiyalari — ishlab chiqarish infratuzilmasini va boshqa infratuzilmani barpo etish va (yoki) rekonstruksiya qilishni moliyalashtirish uchun pul mablagʻlarini jalb etish maqsadida xoʻjalik jamiyatlari va davlat korxonalari tomonidan chiqariladigan obligatsiyalar.”⁹² Bugungi kunda har qanday davlatda bitta loyiha

⁹² Oʻzbekiston Respublikasining “Qimmatli qogʻozlar bozori toʻgʻrisida”gi 387-sonli Qonuni, 03.06.2015. <https://lex.uz/docs/-2662539>

ostida ham ijtimoiy hayotni yaxshilash ham iqtisodiy samaraga erishish davlatning muhim strategik maqsadlaridan hisoblanadi. Infratuzilma obligatsiyalari bo'yicha ishlar samarali tashkil etilishi barcha ishtirokchi tomonlarga manfaatli bo'ladi. Birinchidan emitent ko'zlangan qarz mablag'ini jalb qilgan hisoblanadi. Shu bilan birga ushbu qarz mablag'i hisobiga qo'shimcha daromadga ega bo'ladi. Ikkinchidan investor kiritgan sarmoyasi evaziga ko'zlangan foiz ko'rinishidagi daromadlarga ega bo'ladi. Uchinchidan infratuzilma obligatsiyalari hisobiga amalga oshirilgan infratuzilma loyihasi undan foydalanuvchilar uchun xizmat qiladi. Masalan infratuzilma obligatsiyalari hisobidan moliyalashtirilgan va qurilgan pullik yo'llar undan foydalanuvchilarga xizmat qiladi. To'rtinchidan agar infratuzilma obligatsiyalari emitenti korporativ tuzilmalar bo'lsa ular ma'lum darajada davlat zimmasidagi vazifalarni amalga oshirishda ko'maklashgan hisoblanadi. Infratuzilma obligatsiyalarining emissiya qilinishida davlat asosiy ahamiyatga ega subyekt sifatida qatnashishi lozim. Chunki pirovard natija foyda olishga qaratilgan bo'lsa ham loyiha davlat manfaatlariga xizmat qiladi. Shuning uchun ushbu loyihalar amalga oshirilishida davlat xususiy sherikchilik amaliyotining qo'llanilishi maqsadga muvofiq. Bunda davlat loyiha amalga oshirilishida bir tomondan investor sifatida qatnashsa, ikkinchi tomonda esa ushbu loyiha orqali yaratiladigan mahsulot, ish va xizmatlarning iste'molchisi sifatida namoyon bo'ladi. Ya'ni pullik yo'l qurilish loyihasi amalga oshirilgach ushbu yo'ldan foydalanish bo'yicha yo'l qurilish kompaniyasi bilan dastlabki shartnomalarni tuzish va undan keladigan daromadni kafolatlashga ko'maklashadi. Bunday holatda emitent va investorlar o'z mablag'larining daromad keltirishiga ishongan holda ish boshlashlari mumkin bo'ladi.

O'zbekistonning yevroobligatsiyalar bozoridagi holatini MDH davlatlari bilan taqqoslaganda anchayin past ko'rsatkichga ega ekanligini ko'rishimiz mumkin. O'zbekiston xalqaro ekspertlar tomonidan yevroobligatsiyalar chiqarilishida istiqbolli davlat sifatida baholanmoqda. Chunki kapital bozorida foydalanilmayotgan imkoniyatlarning mavjudligi, bu sohada olib borilayotgan islohotlar xalqaro ekspertlarning O'zbekiston bo'yicha ijobiy xulosalarga kelishiga

sabab bo'lmogda. Xalqaro reyting agentliklari mamlakatning iqtisodiy salohiyatini B1 yoki BB- darajasida baholaydi (3.11-jadval). Bu daraja mamlakatning iqtisodiy jihatdan kuchsiz ekanligini anglatadi, lekin shu bilan birga o'z moliyaviy majburiyatlarini bajarishi mumkinligini bildiradi. Xalqaro ekspertlar tomonidan O'zbekistondagi iqtisodiy vaziyat barqaror deb baholanmogda. Bundan keyingi rivojlanish mamlakatda amalga oshirilayotgan islohotlarning samaradorligiga bog'liq.

3.11-jadval

MDH davlatlari yevroobligatsiyalarini muomalaga chiqarishi⁹³

Hududlar	Yevroobligatsiyaning hajmi (mlrd. dollar)	Joylashtirish vaqti	Daromadlilik stavkasining joriy darajasi (%)	Joylashtirish vaqtidagi xalqaro kredit reytingi	Joylashtirishda investorlarning tarkibi (%)	Talabning emmisiya hajmiga nisbati
Rossiya	54,052	1996-yil oktabr	3,11 - 4,95	Standart & Poors - «BB-», Moody's - «Ba2», Fitch-«BB+»	AQSH - 41, Jan. Koreya - 39, Yevropa - 20	2,1
Qozog'iston	6,5	1996-yil dekabr	3,85 - 5,175	Standart & Poors - «BB», Moody's - «BA3»	Buyuk Britaniya - 63, AQSH - 21, Yevropa - 16	4,4
Gruziya	0,5	2008-yil aprel	6,88	Standart & Poors - «B+», Fitch - «B+»	Buyuk Britaniya - 56, AQSH - 13, Yevropa - 31	3,4
Belorusiya	8,78	2010-yil iyul	4,5 - 8,0	Moody's - «B1»	AQSH - 67, Buyuk Britaniya - 24, Yevropa - 9	1,8
Armaniston	1,2	2013-yil sentabr	6,0 - 7,15	Moody's - «BA2»	AQSH - 42, Buyuk Britaniya - 23, Yevropa - 17, RF va Osiyo - 18	4,3
Azarbayjon	3,5	2014-yil mart	3,5 - 4,75	Standart & Poors - «BBV - /A-3»	AQSH - 47, Buyuk Britaniya - 25, Germaniya - 18, Singapur va Isroil - 10	4
Tojikiston	6,5	2017-yil sentabr	7,125	Standart & Poors - «B3»	AQSH - 38, Buyuk Britaniya - 24, Yevropa - 35, Osiyo - 3	9
O'zbekiston	1,0	2019-yil fevral	4,75 - 5,375	Standart & Poors - «BB-», Moody's - «B1», Fitch - «BB-»,	Buyuk Britaniya - 39, AQSH - 23, Yevropa - 32, Osiyo-6	8,5

O'zbekistonda munitsipal obligatsiyalar amalda emasligini hisobga olib, munitsipal obligatsiyalarni joriy qilish orqali moliyaviy resurs jalb qilishda mamlakatimizda katta imkoniyatlari mavjudligini ko'rishimiz mumkin. Munitsipal obligatsiyalar ichki imkoniyatlar hisobiga investitsiya jalb qilishning usullaridan

⁹³ Евробонды: за и против-репост.уз, 14.06.2019- <https://repost.uz/bond-eurobond>.

bo'lib, bunda kreditor ham qarz oluvchi ham obligatsiyalar orqali topgan o'z daromadlarini mamlakat hududida foydalanib YaIMning oshishiga hissa qo'shadi. Munitsipal obligatsiyalar joriy qilinishida uning jalb qilinish va ishlash mexanizmiga jiddiy e'tibor qaratish zarur. Chunki bugungi raqobatlashgan investitsion sharoitda yuridik va jismoniy shaxslarning ortiqcha moliyaviy mablag'larini jalb qilish oson ish emas. Shuning uchun munitsipal obligatsiyalarni chiqarishda o'ziga xos mexanizm ishlab chiqish zarur bo'ladi. Bunda munitsipal obligatsiya sotib oluvchi yuridik va jismoniy shaxslarga quyidagi imkoniyatlar va imtiyozlarni berish maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz:

- munitsipal obligatsiya sotib olish yo'naltirilgan daromadlarini daromad solig'idan ozod qilish;
- munitsipal obligatsiyalar hisobidan moliyalashtiriladigan ishlab chiqarish yoki xizmat ko'rsatish korxonalarining mahsulot va xizmatlarni sotib olishda bozor narxlariga nisbatan arzon narxlar taklif qilish;
- munitsipal obligatsiya hisobidan moliyalashtiriladigan loyihani shu hudud uchun kerakli bo'lgan ishlab chiqarish korxonasini tashkil qilish uchun yo'naltirish.

Mamlakatimizda iqlim va tabiat bog'liq munosabatlarni hisobga olgan holda yashil obligatsiyalar va ko'k obligatsiyalar emissiyasini tashkil etish orqali ham moliyaviy mablag' jalb qilishda yuqori natijalarga erishish mumkin deb hisoblaymiz. Chunki iqtisodiyotga foyda keltiradigan, shu bilan birga tabiatga kam zarar keltiradigan loyihalarga qiziqish tobora ortib bormoqda. Ayniqsa pulli yo'llarni qurish va ta'mirlash, aeroportlar qurish va jihozlash, ekologik toza materiallar ishlab chiqarishga mo'ljallangan loyihalar bugungi kunda moliya bozorida eng ko'p moliyalashtiriladigan sohalardan bo'lib bormoqda. Obligatsiyalarning yangi turlaridan hisoblangan ko'k obligatsiyalarni chiqarish ham O'zbekiston hududida suv bilan bog'liq loyihalarni amalga oshirishda samarali natijalarga erishishiga ishonamiz. Bugungi kunda Markaziy Osiyo davlatlarining ko'pchilik qismida suv tanqisligi bilan bog'liq muammolarning ko'zga tashlanayotganligini hisobga olsak yomg'ir yoki qor suvlarini to'plash

natijasida ularni qayta ishlab ichimlik suvi sifatida tayyorlanishga mo'ljallangan loyihani amalga oshirish uchun ko'k obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs jalb qilinishi maqsadga muvofiq bo'lar edi.

3.12-jadval

O'zbekistonning ilk "yashil" suveren xalqaro obligatsiyalari va xalqaro obligatsiyalari tahlili⁹⁴

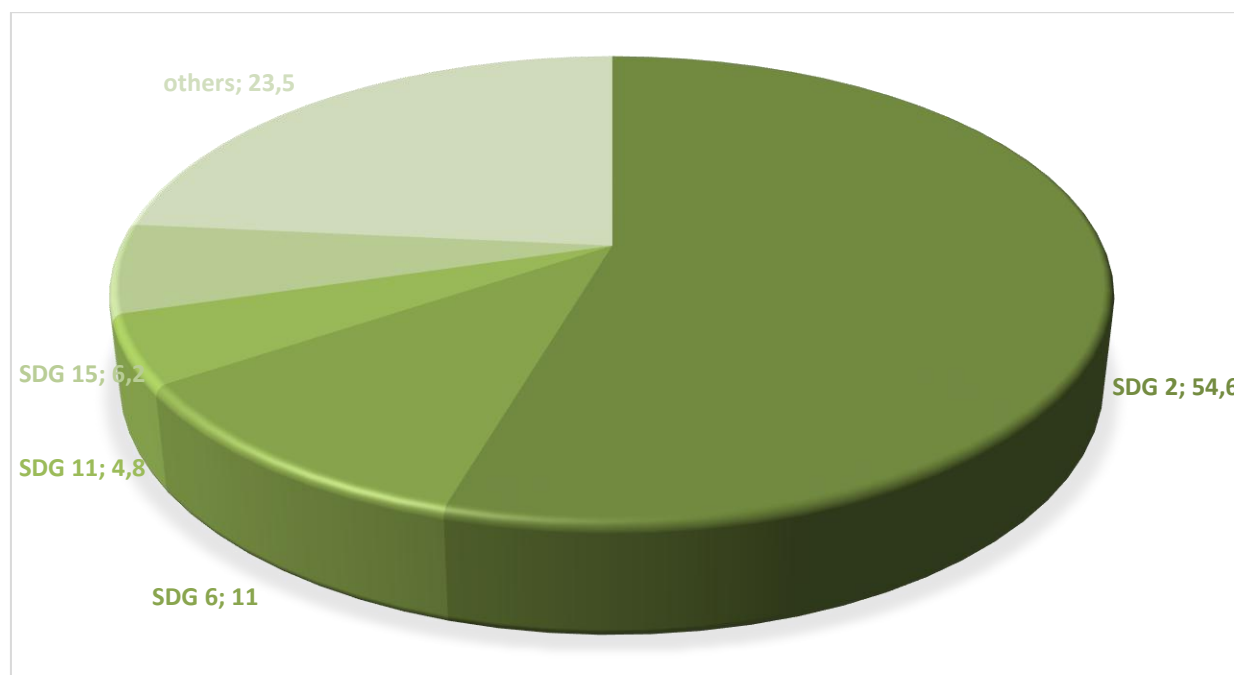
Emissiya yili	Emissiya miqdori	Qoplash davri	Kupon stavkasi	Mo'ljallangan kupon stavka	Qaytarish muddati
2023-yil	4,25 trln so'm	3 yil	16,25 %	18 %	2026-yil
2023-yil	660 mln AQSH dollar	5 yil	7,85 %	8,50-8,625 %	2028-yil

Bundan tashqari Orol dengizining orolbo'yi hududlarida iqlimni yaxshilash, qishloq xo'jaligini rivojlantirish, suv bilan bog'liq imkoniyatlarni yaxshilashga qaratilgan loyihalarni moliyalashtirish uchun yashil va ko'k obligatsiyalarning joriy qilinishi maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz. Bu jarayonda moliya bozori rivojlangan xorij tajribasini na'muna sifatida olish maqsadga muvofiq.

2023-yilning oktyabr oyida O'zbekiston Respublikasi ilk bor 4,25 trln so'm miqdoridagi "yashil" suveren xalqaro obligatsiyalar hamda 660 mln dollar miqdoridagi xalqaro obligatsiyalarni London fond birjasida joylashtirdi. Shuni alohida ta'kidlash lozimki, so'mda chiqarilgan suveren xalqaro obligatsiyalar MDH davlatlari ichida ilk "yashil" suveren obligatsiyalar hisoblanadi. Dastlab "yashil" suveren obligatsiyalar bo'yicha kupon stavka 18 foiz miqdorida belgilangan edi. Talabning yuqori ekanligi natijasida kupon stavkani 16,25 foizga tushirishga erishildi. 660 mln dollarlik xalqaro obligatsiyalar bo'yicha ham mo'ljallangan 8,50-8,625 foizlik kupon stavkadan pastroq 7,85 foiz miqdoridagi kupon stavkada obligatsiyalar joylashtirilishiga erishildi (3.12-jadval). Jalb qilingan mablag'larni sarflanishiga to'xtaladigan bo'lsak, "yashil" obligatsiyalar bo'yicha kelib tushadigan mablag'larni atrof-muhit va tabiatga kamroq zarar keltiradigan, tabiiy resurslar tejamkorligiga asoslangan "yashil" loyihalarni moliyalashtirish uchun yo'naltirish mo'ljallangan.

⁹⁴ <https://www.imv.uz> Iqtisodiyot va moliya vazirligi ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

2023-yil oktabr oyida chiqarilgan Yashil obligatsiyadan tushgan sof mablag‘lar 2021–2023 yillarda amalga oshirilgan turli sohalardagi dastur va loyihalarni moliyalashtirish uchun yo‘naltirildi. Ushbu mablag‘lar BMTning Barqaror rivojlanish maqsadlariga (SDG) muvofiq ravishda ishlatilgan. Masalan, “Ochlikka barham berish” (SDG 2) maqsadi doirasida, barqaror suv ta‘minoti, oqova suvlarni boshqarish va toshqinlarga qarshi tizimlar kabi yo‘nalishlarga jami ajratilgan mablag‘larning 54,6 foizi to‘g‘ri keladi.



3.5-rasm. Barqaror rivojlanish maqsadlari (BRM) bo‘yicha mablag‘lar taqsimoti⁹⁵

Asosiy loyihalar va dasturlar quyidagilardan iborat: sug‘orish va melioratsiya inshootlarini qurish hamda rekonstruksiya qilish; qishloq xo‘jaligida suv tejovchi texnologiyalarni joriy etish uchun subsidiyalar ajratish; tomchilatib sug‘orish tizimlarini joriy etish xarajatlarini qoplash uchun subsidiyalar ajratish.

Toza suv va sanitariya (SDG 6) - Barqaror suv ta‘minoti, oqova suvlarni boshqarish va toshqinlarga qarshi tizimlar yo‘nalishi bo‘yicha umumiy ajratilgan mablag‘larning 11,0 foizi sarflangan. Asosiy loyihalar va dasturlar: ichimlik suvi va kanalizatsiya inshootlarini qurish va rekonstruksiya qilish; aholi tomorqalarini sug‘orish uchun yer osti suvlarini olish maqsadida quduqlarni burg‘ulash xarajatlarini qoplash uchun subsidiyalar ajratish.

⁹⁵ <https://www.imv.uz> Iqtisodiyot va moliya vazirligi ma‘lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Barqaror shaharlar va jamoalar (SDG 11) - ifloslanishning oldini olish va uni nazorat qilishga qaratilgan. Umumiy ajratilgan mablag‘lar ulushi - 4,8%. Asosiy loyihalar va dasturlar: sanitariya ishlarini tashkil etish va aholi punktlarida tozalikni saqlash uchun maxsus texnikalar xarid qilish.

Quruqlikdagi hayot (SDG 15) - Tabiiy resurslar va yer (quruqlik va suv)dan barqaror foydalanishni ta’minlash. Umumiy ajratilgan mablag‘larning 6,2 foizi ushbu yo‘nalishga to‘g‘ri keladi. Asosiy loyihalar va dasturlar: cho‘l va tog‘li hududlarda ekologik muhitni yaxshilash, cho‘llanish va qum ko‘chishining oldini olish, suv va tuproq eroziyasiga qarshi kurashish uchun himoya o‘rmonlarini (halqa tarzidagi) barpo etish; shuningdek, “Yashil Makon” (Green Nation) umummilliy loyihasi doirasida ko‘chat xarid qilish va ekish bilan bog‘liq xarajatlarni moliyalashtirish.

2023-yil oktabr oyida chiqarilgan Yashil obligatsiyadan tushgan sof mablag‘lar 2021–2023 yillar oralig‘ida amalga oshirilgan uchta asosiy xarajat toifasiga yo‘naltirilgan bo‘lib, ularning ichida Barqaror suv ta’minoti, oqova suvlarni boshqarish va toshqinlarga qarshi tizimlar yo‘nalishiga jami sof mablag‘larning 65,5 foizi ajratilgan.

3.13-jadval.

Ayrim obligatsiya turlarining O‘zbekiston va boshqa ba’zi davlatlarda emissiya qilinishi⁹⁶

Obligatsiya turlari	O‘zbekiston	Qozog‘iston	Qizg‘iziston	Turkiya	Rossiya	Xitoy
Davlat	+	+	+	+	+	+
Munitsipal	-	+	-	+	+	+
Korporativ	+	+	+	+	+	+
Xalqaro	+	+	+	+	+	+
Infratuzilma	-	+	-	+	+	+
Ipoteka	-	+	-	+	+	+
Yashil	+	+	+	+	+	+

Bugungi kunda O‘zbekistonda uy-joyga bo‘lgan talab yil sayin ortib bormoqda. Mazkur jarayonni kapital bozoriga bog‘lagan holda banklar tomonidan ipoteka obligatsiyalarining emissiya qilinishi ham obligatsiya bozori rivojlanishiga ham uy-joy sotib olish jarayonidagi moliyaviy mablag‘lar harakatining tartibga

⁹⁶ Muallif tomonidan shakllantirildi.

solinishiga xizmat qilgan bo'lar edi. Shu maqsadda tijorat banklarining ipoteka qimmatli qog'ozlarini emissiya qilishi mahalliy bozor sharoitidan kelib chiqqan holda ayni muddao hisoblanadi.

Moliya bozori yirik miqdordagi kapitallashuvga ega bo'lgan Xitoy, Rossiya, Turkiya, Qozog'iston davlatlarida munitsipal, infratuzilma, yevroobligatsiya, ipoteka va yashil obligatsiyalarning amalda mavjud ekanligini ko'ramiz (3.13-jadval). Ammo O'zbekistonda mazkur obligatsiyalar amaliyoti to'liq yo'lga qo'yilmagan. Yana shuni ta'kidlash lozimki, kapital bozorida aynan ushbu obligatsiyalar bilan katta miqdordagi kapital jalb qilish imkoniyatlari boshqa obligatsiya turlariga nisbatan ko'proq hisoblanadi.

Iqtisodiyot va moliya vazirligi tomonidan davlat qarzi portfelini diversifikatsiyalash va valyuta xatarlarini pasaytirish maqsadida davlat qimmatli qog'ozlarining emissiya hajmi oshirilmoqda va ichki moliya bozorlarini rivojlantirish borasida tizimli choralar ko'rilmogda. Bugungi kunda davlat qimmatli qog'ozlari bozorini rivojlantirish borasida O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi hamda AQSH g'aznachiligi o'rtasidagi hamkorlik doirasida AQSH g'aznachiligining maslahatchilari tomonidan mamlakatimiz moliya bozoriga texnik ko'mak ko'rsatilmoqda. Ushbu jarayonlarning amaliy natijasi sifatida so'nggi yillarda qimmatli qog'ozlar bozoridagi xususan, davlat qimmatli qog'ozlar bozoridagi quyidagi islohotlarni ta'kidlash mumkin:

- dastlabki islohotlardan biri sifatida kapital bozori qatnashchilarida ko'nikma hosil qilish maqsadida 2021-yildan boshlab davlat qimmatli qog'ozlari doirasida amalga oshiriladigan savdo auksionlarini grafik asosida oldindan e'lon qilish amaliyoti joriy qilindi;

- xalqaro kapital bozori standartlariga mos ravishda davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha foiz (kupon) to'lovlarini yiliga ikki marta ya'ni har olti oyda to'lash amaliyoti yo'lga qo'yildi;

- davlat qimmatli qog'ozlari bozorini rivojlantirish chora-tadbirlari doirasida ilk bor 2021-yilning aprel oyida 14 foiz yillik kupon to'lovi bilan 100 mlrd. so'm hajmdagi 5 yillik davlat qimmatli qog'ozlari emissiya qilindi;

- 2022-yilning yanvar oyida esa 15 foiz yillik kupon to'lovi bilan 10 mlrd. so'm hajmda 10 yillik davlat qimmatli qog'ozlari muomalaga chiqarildi;

- amal qilish davri 2 yil bo'lgan "Iste'mol narxlari indeksi (INI) + 6 foiz"ga teng kupon to'lovi bilan 111 mlrd. so'm hajmdagi inflyatsiyaga bog'langan davlat qimmatli qog'ozlari joylashtirildi.

Kapital bozori doirasida amalga oshirilgan ushbu ijobiy ishlardan tashqari qonunchilikda ham bir qancha o'zgarishtirishlar qilinmoqda. Xususan, O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2022-yil 21-fevraldagi "O'zbekiston Respublikasining davlat g'aznachilik majburiyatlari va obligatsiyalarini muomalaga chiqarishni tashkil etish chora-tadbirlari to'g'risida"gi 2018-yil 14-dekabrda 1016-son qaroriga o'zgartirish va qo'shimchalar kiritish haqida"gi 82-sonli Qarori tasdiqlandi. Ushbu qarorga muvofiq:

- O'zbekiston Respublikasi rezidentlari (shu jumladan, jismoniy shaxslar) va norezidentlari uchun davlat qimmatli qog'ozlarini sotib olish imkoniyati yaratildi;

- davlat qimmatli qog'ozlari bozorida birlamchi va ikkilamchi dilerlik tushunchalari kiritildi;

- Xalqaro kapital bozorlari xalqaro assotsiatsiyasi (ICMA) tomonidan amaliyotda qo'llaniladigan formulalar orqali qimmatli qog'ozlarning daromadlilik va foizlarini hisoblash mumkinligi belgilandi;

- Obligatsiya savdolarida auksion natijalari bo'yicha hisob-kitoblar kliringgi $T + 0$, $T + 1$ va $T + 2$ standartlari orqali xalqaro standartlarga moslashtirildi;

- davlat qimmatli qog'ozlarini emissiya qilishda xalqaro identifikatsiya kodlarini (ISIN) berish imkoniyati yaratilmoqda;

- davlat qimmatli qog'ozlari bozoridagi operatsiyalar to'g'risidagi axborotlar (auksion o'tkazish bo'yicha e'lonlar, auksion natijalari va investorlar uchun zaruriy ma'lumotlar) muntazam ravishda kapital bozori regulyatori tomonidan e'lon qilinishi belgilab qo'yildi.

Kapital bozori sohasida olib borilayotgan keng qamrovli islohotlar natijasida mamlakatimizga obligatsiyalar orqali jalb qilanayotgan moliyaviy resurslar hajmi yil sayin ortib bormoqda (3.14-jadval).

**O‘zbekiston Respublikasi suveren xalqaro obligatsiyalarining turli
valyutalarda joylashtirilishi⁹⁷**

Obligatsiya shakli	Joylashtirilish sanasi	Miqdori	Valyuta shakli	Kupon stavkasi	Muddati	So‘ndirilish sanasi
Yevroobligatsiya	21.05.2024	600 mln	AQSH dollari	6,9 %	7 yil	20.05.2031
BRM obligatsiyalari	21.05.2024	600 mln	Yevro	5,375%	3 yil	20.05.2027
Suveren xalqaro obligatsiya	21.05.2024	3 trln	So‘m	16,625%	3 yil	20.05.2027

Mamlakatimizda kapital bozoriga investorlarni jalb qilish maqsadida 2024-yilning 17-may sanasida dunyoning bir qator yetakchi davlatlari : AQSH, Germaniya, Daniya, Buyuk Britaniya, va Birlashgan Arab Amirliklari kabi davlatlarning 76 nafar investorlari bilan videokonferensiya (Global Investor Call) tashkil etildi, 20-21-may kunlari esa ushbu davlatlardan tashrif buyurgan 40 nafar yirik investorlar bilan alohida suhbatlar tashkillashtirildi. Uchrashuv davomida investorlarga O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti rahbarligida “O‘zbekiston – 2030” strategiyasi doirasida amalga oshirilayotgan tarkibiy islohotlar va makroiqtisodiy holat yuzasidan atroflicha ma’lumotlar taqdim etildi. Dunyoda kechayotgan murakkab vaziyatga qaramasdan O‘zbekistonda makroiqtisodiy barqarorlikning ta’minlanayotganligi xalqaro investorlar tomonidan alohida e’tirof etildi. Xalqaro investorlar uchun tashkillashtirilgan xalqaro doiradagi uchrashuvdan so‘ng 3 ta valyuta shaklida: AQSH dollari, yevro va o‘zbek milliy valyutasi, so‘mda suveren xalqaro obligatsiyalarni joylashtirish bo‘yicha buyurtmalarni qabul qilinishi e’lon qilindi. Natijada, O‘zbekiston Respublikasining suveren xalqaro obligatsiyalarini sotib olish uchun 5,5 mlrd dollar miqdoridagi takliflar shakllandi.

Jumladan; AQSH dollaridagi 7 yillik yevroobligatsiyalar uchun 3 mlrd dollar, yevrodagi 3 yillik BRM obligatsiyalari uchun 2 mlrd yevro, so‘mdagi suveren xalqaro obligatsiyalar uchun esa 4 trln so‘m miqdoridagi takliflar kelib tushgan. Ushbu takliflar natijasida 7 yillik yevroobligatsiyalar uchun 6,9 foiz kupon

⁹⁷ <https://www.imv.uz>

daromadlilik vada qilingan holda 600 mln AQSH dollari, 3 yillik BRM obligatsiyalari uchun 5,375 foiz kupon daromadlilik vada qilingan holda 600 mln yevro, 3 yillik suveren xalqaro obligatsiyalar uchun esa 16,625 foiz kupon daromadlilik vada qilingan holda 3 trln so'm qiymatidagi qarz kapitali jalb qilindi. Shu o'rinda ta'kidlash lozimki, 3 yillik davlat qimmatli qog'ozlarining ichki bozorda kupon stavkasi 17,9 foiz ekanligini hisobga olsak, xalqaro bozordan jalb qilinayotgan obligatsiya kupon to'lovi jihatidan nisbatan arzonga tushmoqda. Jalb qilingan mazkur mablag'lar davlat budjeti taqchilligini qoplash va barqaror rivojlanish maqsadlarini moliyalashtirish uchun yo'naltirilishi belgilab qo'yilgan.

Yuqoridagilarni hisobga olib O'zbekiston moliya bozorida davlat obligatsiyalarining o'rni mustahkamlanib, fond bozorida o'z mavqeyini mustahkamlab bormoqda deyishimiz mumkin. Umuman olganda obligatsiyalarning kapitallashuv darajasi mamlakat YaIMiga nisbatan past ko'rsatkichda bo'lishiga qaramasdan sohada ijobiy o'zgarishlar amalga oshirilmoqda va bu o'zgarishlar mahalliy obligatsiyalar bozorining rivojlanishiga xizmat qiladi.

Uchinchi bob bo'yicha xulosa

Kapital bozoridan obligatsiyalar vositasida moliyaviy resurs jalb qilishni samarali tashkil etish yo'llariga bag'ishlangan uchinchi bob bo'yicha quyidagi xulosalar shakllantirildi:

Kapital bozoridan moliyaviy resurs jalb qilishda bir qancha usullar mavjud bo'lib, ulardan obligatsiyalar vositasida jalb qilingan moliyaviy resurs qaytarilishi jihatidan boshqa usullarga qaraganda emitent uchun samadorligi yuqori hisoblanadi. Ammo obligatsiya emissiya qilish xarajatlari va tashkiliy masalalarda duch kelinadigan to'siqlar korporativ tuzilmalar tomonidan obligatsiya chiqarilishiga salbiy ta'sir ko'rsatadi.

Davlat yoki yirik korxonalarning kapital jalb qilishda obligatsiyalardan, xususan yevroobligatsiyalardan foydalanishi samarali va ishonchli yo'llardan biri hisoblanib obligatsiya bo'yicha asosiy qarz majburiyatining muddat so'ngida

qaytarilishi eminent uchun uzoq muddat davomida to'liq qarz mablag'laridan foydalanish imkoniyatini yaratadi.

Mamlakatimiz ham xalqaro bozorlardan yevroobligatsiyalar orqali qarz kapitali jalb qilishga muvaffaq bo'lgan. Ammo davlat tomonidan yevroobligatsiyalar orqali jalb qilingan moliyaviy resurslar to'lig'icha samarali taqsimlangan deya olmaymiz. Chunki jalb qilingan qarz kapitali tijorat banklariga depozit ko'rinishidagi qarz sifatida, iqtisodiy barqaror korxonalarga davlat qarzi ko'rinishida va ijtimoiy obyektlarni qurish uchun joylashtirilgan. Yevroobligatsiyalar orqali jalb qilingan qarz mablag'lar qo'shimcha qiymat yaratish uchun ishlab chiqarish yoki xizmat ko'rsatish tarmoqlarining yangi loyihalariga joylashtirilishi maqsadga muvofiq.

Barqaror rivojlanish maqsadlari asosidagi obligatsiyalar orqali jalb qilingan qarz kapitalining taqsimlanishi ijtimoiy muammolarni hal etishga qaratilganligi ijtimoiy infratuzilmani yaxshilanishiga ijobiy ta'sir ko'rsatmoqda. Ammo BRM obligatsiyalarining so'ndirilishi davlat byudjeti daromadlari hisobidan amalga oshirilganligi sababli davlat xarajatlarining ko'payishiga olib keladi.

Kapital bozoridagi o'zgarishlarni tahlil qilib borishda xalqaro miqyosda bir qancha ko'rsatkichlardan foydalaniladi. Ushbu ko'rsatkichlardan bi bo'lgan Baffet indikatori mahalliy fond bozori va xorijiy fond bozori holatini taqqoslashda, kapital bozorining mamlakat iqtisodiyoti rivojlanishidagi o'rnini belgilashda hamda umumiy iqtisodiyot haqida xulosalar shakllantirishga imkoniyat beradi.

XULOSA

Kapital bozorida obligatsiyalar muomalasini samarali tashkil etish yo'llariga doir amalga oshirilgan tadqiqot ishi natijasida quyidagi xulosalar shakllantirildi:

1. Kapital bozori orqali moliyaviy resurslar jalb qilishda obligatsiyalarning ahamiyatliligi yuqori ekanligi va obligatsiyalar tasnifiy bo'linishiga ko'ra boshqa qimmatli qog'ozlarga nisbatan ko'plab turlarga ega bo'lganligi sababli qarz kapitali jalb qilishda keng imkoniyatlarni taqdim etuvchi moliyaviy instrument hisoblanadi hamda kapital bozorida obligatsiyalar bilan bog'liq munosabatlarning takomillashuvi va ommalashuvi orqali milliy iqtisodiyotning rivojlanishiga xizmat qiladi.

2. Davlatning mahalliy obligatsiyalar bozoridagi ishtiroki va aholi (investorlar)ni muvaffaqiyatli bozorga jalb etish orqali jismoniy shaxslar o'rtasida davlat obligatsiyalariga bo'lgan ishonchning oshishiga va kapital bozorining muhim instrumentidan mamlakat iqtisodiyotini rivojlantirishda yanada kengroq foydalanish imkoniyati paydo bo'ladi.

3. Korporativ qimmatli qog'ozlarning xorijiy nominal hisobvarag'idan benefitsiar mulkdor o'zgarmagan holda "qimmatli qog'ozlarni to'lovsiz yetkazib berish" orqali korporativ qimmatli qog'ozlarning xorijiy investorlari uchun qimmatli qog'ozlar muomalasini kengaytirishga hamda obligatsiyalar harakati doirasidagi xarajatlar qisqartirilishiga erishiladi.

4. Davlat obligatsiyalari muomalasida qimmatli qog'ozlar va pul mablag'larini oldindan depozitga qo'yish talabini bekor qilish natijasida investorlar davlat qimmatli qog'ozlarini sotib olish foydalaniladigan pul mablag'lari hajmi kengayadi hamda investorlar sonining oshishiga xizmat qiladi.

5. Obligatsiya emitentiga nisbatan to'lovga qobiliyatsizlik taomilining joriy etilishini muhim fakt sifatida e'lon qilinishi orqali qimmatli qog'ozlar bozorida emitentlarning obligatsiyalari bo'yicha to'lov qobiliyatini yo'qotganda investorlar moliyaviy mablag'lari doirasidagi uchrashi mumkin bo'lgan risklarni oldini olishga erishiladi.

6. Obligatsiyalar bozorida tijorat banklari faolligini oshirish, shuningdek, ularda mijozlar qamrovini kengaytirish maqsadida tijorat banklarining mobil ilovalarini kapital bozori savdo platformalari bilan integratsiya qilish natijasida tijorat banklarining kapital bozoridagi savdo operatsiyalari hajmi hamda undagi ishtirokchilar sonining oshishiga erishiladi va bu o'z navbatida bankning moliyaviy barqarorligini mustahkamlashga asos bo'lib xizmat qiladi.

7. Xalqaro reyting agentliklari tomonidan beriladigan indekslarda O'zbekiston ko'p yo'nalishlarda past ko'rsatkichlarga ega ekanligini hisobga olib mahalliy obligatsiyalar bozoriga xususiyat jihatidan yaqin bo'lgan xorijiy davlatlar tajribalarini mahalliyashtirgan holda qo'llash orqali mahalliy kapital bozorining xalqaro kapital bozoriga integratsiyalashuvini oshirishga erishish mumkin bo'ladi.

8. Investirlarning ayniqsa jismoniy shaxslarning obligatsiyalar bozoridagi ishtirokining sust ekanligini hisobga olib obligatsiya bo'yicha shartlar va to'lovlarni bank omonatlariga moslashtirish orqali obligatsiyalar bozori va bank sektorining o'zaro raqobatbardoshligini ta'minlash va investorlarga tanlov imkoniyatini yaratish hamda yuridik va jismoniy shaxslarning ortiqcha pul mablag'larini kapital bozoriga jalb qilish imkoniyati paydo bo'ladi.

9. Tijorat banklari tomonidan emissiya qilinishi rejalashtirilgan obligatsiyalar xaridorlari uchun to'lovlarni amalga oshirishiga oid bank xizmatlari ko'rsatishda imtiyozlar berilishi bank obligatsiyalarining likvidliligini oshirishga hamda bozor daromadliligi yuqori bo'lishiga xizmat qiladi.

10. Obligatsiya emissiyasida emitentga ustav kapitalidan ortiqcha chiqarilgan obligatsiyalari uchun uchinchi shaxs kafilligini taqdim etish imkoniyatining berilishi emitentlar imkoniyatining kengayishiga hamda umumiy obligatsiyalar bozorining kapitallashuv darajasining oshishiga xizmat qiladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

I. Normativ-huquqiy hujjatlar va metodologik ahamiyatga molik nashrlar

1. O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi 387-sonli Qonuni, 03.06.2015. <https://lex.uz/docs/-2662539>
2. O'zbekiston Respublikasining "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi 370-sonli Qonuni, 06.05.2014. <https://lex.uz/docs/-2382409>
3. O'zbekiston Respublikasining "Mas'uliyati cheklangan hamda qo'shimcha mas'uliyatli jamiyatlar to'g'risida"gi 310-II-sonli Qonuni, 06.12.2001. <https://lex.uz/docs/-22525>
4. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "O'zbekiston -2030" strategiyasi to'g'risidagi PF-158-sonli "Farmoni, 11.09.2023. <https://lex.uz/ru/docs/-6600413>
5. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "2022 - 2026 yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida"gi PF-60-sonli Farmoni, 28.01.2022. <https://lex.uz/uz/docs/-5841063>
6. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi PF-6207-sonli Farmoni, 13.04.2021. <https://lex.uz/docs/-5371091>
7. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "Kapital bozorini qo'llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida"gi PQ-90-sonli Qarori. 17.01.2022. <https://lex.uz/uz/docs/-5825745>
8. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-291-sonli Qarori. 02.09.2023. <https://lex.uz/uz/docs/-6590025>
9. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "O'zbekiston Respublikasining ilk suveren xalqaro obligatsiyalarini joylashtirishdan tushgan mablag'lardan samarali foydalanish to'g'risida"gi PQ 4258-sonli 2019-yil 2-apreldagi PQ-4258-sonli Qarori. 02.04.2019. <https://lex.uz/docs/-4266910>

10. O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining “O‘zbekiston Respublikasining 1992-yilgi 12 foizli ichki yutuqli zayom obligatsiyalarini indeksatsiya qilish koeffitsiyentlarini belgilash to‘g‘risida”gi 209-sonli Qarori, 31.07.2014. <https://lex.uz/en/docs/2439329>

11. O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti Sh.Mirziyoyevning Fond bozorini rivojlantirish masalalari”ga bag‘ishlangan yig‘ilishi, 07.10.2019. <https://president.uz/oz/lists/view/2913>

II. Monografiya, ilmiy maqola, patent, ilmiy to‘plamlar

12. Frank J. Fabozzi. Bond markets, analysis, and strategies. – 6th edition. 2007.

13. Eugene F.Brigham, Joel F.Houston. Fundamentals of Financial Management. – 8th edition. 2013.

14. Sunder Raghavan, Member, IACSIT, and Daniel Sarwono. Corporate Bond Market in India: Lessons from Abroad and Road Ahead. International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 3, No. 2, April 2012

15. Oskar Kowalewski, Paweł Pisany, What drove the growth of the corporate bond markets in Asia?, Research in International Business and Finance, Volume 48, 2019, Pages 365-380, ISSN 0275-5319.

16. Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. “Financial markets and institutions” 9th Edition,. – Pearson, 2018.

17. Pradhan R.P., Zaki D.B., Maradana R.P., Dash S., Jayakumar M., Chatterjee D. Bond market development and economic growth: The G-20 experience. // Review of Applied Management Studies, Vol. 13. Issue 1, January-June, 2015. P. 51-65.

18. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Уч. П.-М: Экономистъ, 2005г. – 687 с, Галанов В.А.,

19. Басов А.И. Рынок ценных бумаг: Учебник –М.: Финансы и статистика, 2004 г. – 448 с

20. С.З.Мошенский. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы/ - Москва: <Экономика>, 2010.239с.

21. Butikov I.L. Qimmatli qogʻozlar bozori. Darslik. - T.: Konsauditinform, 2001. – B 26.
22. S.E.Elmirzayev va boshqalar “Moliya bozori” darslik Toshkent “Iqtisod-Moliya” 2019-yil. 324 bet.
23. K.Z.Xomitov, F.T.Muxamedov Moliya bozori va birja ishi. Oʻquv qoʻllanma. – Toshkent. 2009. – 168 b.
24. Shavkatov Navruzbek Shavkatovich, Gʻafurov Olimjon Gʻolib oʻgʻli “Oʻzbekistonning davlat hevroobligatsiyalarining dunyo moliya bozorlarida joylashtirilishi va ularning ahamiyati” Banklar va moliya bozori. Iqtisod va moliya 2019, 11(131)
25. Hamdamov O., Otakhonova S., Baratova Z. Bond Market Analysis In The Countries Of The Asian Region //International Finance and Accounting. – 2020. – T. 2020. – №. 2. – S. 23.
26. F.T.Muxamedov Qimmatli qogʻozlar bozori: rivojlanish odimlari va muammolari. Xalqaro moliya va hisob elektron jurnali № 3 iyun 2017-yil. 5-b.
27. F.T.Muxamedov Qimmatli qogʻozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yoʻnalishlari: Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent 2019.
28. A.I.Karimov, Aholining boʻsh pul mablagʻlarini jalb qilish orqali qimmatli qogʻozlar bozorini rivojlantirish: Iqtisodiyot fanlari boʻyicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent, 2021.
29. S.Oʻ.Omonov. Kapital bozorida institutsional investorlar faolligini oshirish: Iqtisodiyot fanlari boʻyicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent, 2023. -21 b.
30. M.N.Raxmedova. Xorijiy investitsiyalarni jalb qilish instrumenti sifatida evroobligatsiyalar bilan operatsiyalarni takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari boʻyicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent, 2023.
31. A.T.Alikulov Fond bozori orqali kapital oqimini oshirish: nazariya, amaliyot va istiqbollar. Monografiya. Qarshi. “Intellekt” nashriyoti, 2020.

32. Javlonbek Qurbonov “Korporativ tuzilmalarda moliyaviy risklarni baholash metodlari” International Journal of Finance and Digitalization. Vol.2 Issue 03, 2023

12. Foydalanilgan boshqa adabiyotlar

33. <http://lex.uz> – O‘zbekiston Respublikasi qonunchilik ma’lumotlari milliy bazasi
34. <https://new.openinfo.uz> - O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi korporativ axborot yagona portali
35. <https://www.uzse.uz> – “Toshkent” RFB rasmiy veb-sayti
36. <https://www.uzrvb.uz> – O‘zbekiston respublika valyuta birjasi rasmiy veb-sayti
37. <https://uzcsd.uz> – Qimmatli qog‘ozlar markaziy depozitariysi rasmiy veb-sayti
38. [https:// www.stat.uz](https://www.stat.uz) – O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti huzuridagi Statistika agentligi rasmiy veb-sayti
39. [https:// www.cbu.uz](https://www.cbu.uz) - O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki rasmiy veb-sayti
40. <https://www.sifma.org> - Qimmatli Qog‘ozlar va Moliya Bozori Assotsiatsiyasi (Securities Industry and Financial Markets Association) rasmiy veb-sayti
41. <http://asianbondsonline.adb.org> – Osiyo Obligatsiyalar Monitoringgi (Asia Bond Monitor) rasmiy veb-sayti
42. <https://www.imv.uz> – Iqtisodiyot va moliya vazirligi rasmiy veb-sayti
43. <https://data.worldbank.org> – Jahon banki (The World Bank) rasmiy veb-sayti

XUSHVAQOV I.M.

**KAPITAL BOZORIDA OBLIGATSIYALAR MUOMALASINI
SAMARALI TASHKIL ETISH YO‘LLARI**

MONOGRAFIYA

Bosishga ruxsat etildi: 03.06.2025-yil
Bichimi 60x84 ^{1/16}. «Times New Roman»
garniturada raqamli bosma usulda chop etildi.
Shartli bosma tabog'i 8,1. Adadi 100. Buyurtma № 157-06
Тел.: (99) 817 44 54
Guvohnoma reyestr № 219951
“PUBLISHING HIGH FUTURE” OK nashriyotida chop etildi.
Toshkent sh., Uchtepa tumani, Ali Qushchi ko‘chasi, 2A-uy.

