

Назокат Курбанкулова
Тошкент молия институти

ОБЛИГАЦИЯЛАР БОЗОРИДА ЭМИТЕНТЛАР ФАОЛЛИГИНИ ОШИРИШ ИСТИҚБОЛЛАРИ

Аннотация. Мазкур мақолада облигациялар бозори жорий ҳолати, унда эмитентларнинг фаоллиги тадқиқ этилган. Хусусан корпоратив облигациялар, давлат облигациялари, еврооблигациялар муомалага чиқариш орқали капитал жалб қилиш имкониятлари назарий ва амалий жиҳатдан таҳлил қилинган. Бунда умумий миллий облигациялар бозори ҳолатидан келиб чиққан ҳолда ҳам давлат, тижорат банклари, суғурта компаниялари ва реал сектор корхоналари мисолида эмитентлар фаоллигига алоҳида эътибор қаратилган. БУ борада охирги йиллардаги халқаро бозордан капитал жалб қилишдаги муаммолар ҳам таъкидланган. Тадқиқот натижалари асосида облигациялар бозорида эмитентлар фаоллигини ошириш юзасидан хулосалар, илмий таклиф ва амалий тавсиялар келтирилган.

Калит сўзлар: облигациялар бозори, давлат облигациялари, корпоратив облигация, еврооблигация, эмитент, даромадлилик, қайта молиялаш ставкаси.

PROSPECTS OF INCREASING THE ACTIVITY OF ISSUERS IN THE BOND MARKET

Abstract. This article examines the current state of the bond market, the activity of issuers in it. In particular, the possibilities of attracting capital through the issuance of corporate bonds, government bonds, Eurobonds were analyzed theoretically and practically. Based on the state of the general national bond market, special attention is paid to the activity of issuers such as state, commercial banks, insurance companies and real sector enterprises. In this regard, problems in attracting capital from the international market in recent years were also highlighted. Based on the results of the research, conclusions, scientific proposals and practical recommendations are presented on increasing the activity of issuers in the bond market.

Key words: bond market, government bonds, corporate bond, Eurobond, issuer, yield, refinancing rate.

Кириш

Иқтисодий ривожланишнинг бозор шароитида бизнес субъектлари ҳисобланган тижорат банклари, суғурта компаниялари, реал сектор корхоналари ўз фаолияти давомийлигини таъминлаш ва янги лойиҳаларни амалга ошириш капитал жалб қилиниши ва молиявий таъминотга бевосита боғлиқ. Давлат томонидан эса маълум бир инфратузилмавий стратегик муҳим лойиҳаларни амалга ошириш, шунингдек давлат бюджети дефицитини қоплаш нуктаи назаридан солиқлардан ташқари молиявий таъминотга зарурат мавжуд. Ҳар иккала ҳолатда ҳам облигациялар бозори орқали қарз капитали жалб қилиш имконияти мавжуд.

Шуни қайд этишимиз лозимки, қарз маблағлари жалб қилиш орқали фаолиятни фаолиятни молиялаштириш бевосита қарз муносабатини англатувчи молиявий инструментлари бозорининг ривожланиш даражасига бевосита боғлиқ. Бунда кредит бозори билан бир вақтда облигациялар бозорининг ривожланган ҳолатда амал қилиши ўро рақобат асосида молия бозорининг ривожига ҳисса қўшади. Эмитентлар фаоллиги эса инвесторлар фаоллиги учун ҳам ўзига асосдир.

Сўнгги йилларда давлат облигациялари муомаласи тор доирада бўлсада анча жонланди. Масъулияти чекланган жамиятларга ҳам корпоратив облигациялар муомалага чиқариш орқали молиявий таъминотни ташкил этиш имконияти яратилди. Суверен ва корпоратив еврооблигацияларни халқаро молия бозорида жойлаштириш орқали хорижий капитал жалб қилиш амалиётлари фаол қўлланилди. Шунга қарамадан облигациялар бозорида миллий эмитентлар фаоллиги ҳамон юқори даражада дея олмаймиз.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда қуйида облигациялар бозорида эмитентлар фаоллигини оширишга доир тадқиқот натижаларини келтириб ўтамиз.

Адабиётлар таҳлили

Облигациялар бозори, хусусан давлат ва корпоратив облигациялар бозорида эмитентлар фаоллиги ошириш масаласи тадқиқотчиларнинг эътиборидаги масалалардан биридир.

Хусусан, Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakinsлар давлат ғазна облигациялари, муниципал облигациялар, корпоратив облигацияларнинг муомалага чиқарилиши ва жойлаштирилиши, облигацияларнинг кафолатланганлиги, таъминланганлиги масалалари тадқиқига алоҳида эътибор қаратади. Шунингдек облигацияларнинг инвестицион мақсадларда ҳақиқий баҳосини аниқлаш, даромадлигини таҳлил қилиш,

рисклилик даражасини аниқлаш кабиларга устувор даражада ёндашиб, тадқиқотларни амалга оширишган [1].

Даромадлари паст мамлакатларда давлат қимматли қоғозлари бозорининг эндоген ривожланишини тадқиқ қилган Tadashi Endoga кўра давлат қимматли қоғозлари бозорини ривожлантириш бўйича икки ўлчовли сиёсат асослари таклиф этилади. Улар эндоген ва экзоген сиёсатлар бўлиб, асосий устворликни бозорни ривожлантириш бўйича эндоген сиёсатни илгари суради [2]. Дарҳақиқат, бу жиҳат охир-оқибат давлат қимматли қоғозлари, хусусан облигациялар бозорининг экзоген омиллар асосида ривожланишига хизмат қилади.

Roberto Dieci, Noemi Schmitt, Frank Westerhoff томонидан акциялар, облигациялар ва ипотека бозорлари ўртасидаги интеграция жараёнлари таҳлил қилинган ва уларнинг иштироки бўйича модел яратилган. Бунда инвесторларнинг қайси бозорга кириш қарорлари бозорлардаги нарх трендларига ва нархларнинг тўғри баҳоланганлигига боғлиқлиги ўрганилган [3].

И.Л.Бутиков қимматли қоғозлар бозорининг муҳим таркибий қисми сифатида облигациялар муомаласини ҳам назарий, ҳам илмий тадқиқ қилиб, уларнинг ўзига хос хусусиятлари, таснифи, эмитентлар таркиби, эмиссия шартлари, қайтариб сотиб олиш орқали сўндирилиши, даромадлилик хусусиятларига ўзига хос ёндашув асосида эътибор қаратган [4].

С.Элмирзаев, Ж.Бўриев, Ў.Бердиевлар эса миллий корпоратив облигациялар тадқиқини амалга ошириб, бунда муомала доираси торлиги, майда инвесторлар, хусусан аҳолини қамраб олишга тўсиқлар мавжудлиги хусусида муаммоларни тилга олади ҳамда уларни ҳал қилиш бўйича ечимларни илгари суради [5]. Бу борада эмитентлар чекланганлиги ва облигациялар номинал қиймати кескин юқорилиги бўйича эътирозларга ҳақиқатда қўшилишимиз мумкин.

Н.Турсунова корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш доир тадқиқотларида корпоратив облигациялар муомаласи таҳлили, еврооблигациялар муомалага чиқариш орқали арзон капитал жалб қилиш имкониятлари ва шартлари бўйича ўз илмий таклиф ва амалий тавсияларини илгари суради [6]. Бунда молиявий таъминотни диверсификациялаш масаласи устуворлик касб этади.

Масала юзасидан қатор тадқиқотлар амалга оширилиб келинаётган бўлсада муаммоли масалалар ҳамон мавжуд. Шу боисдан янги тадқиқотлар олиб бориш зарур бўлиб қолмоқда.

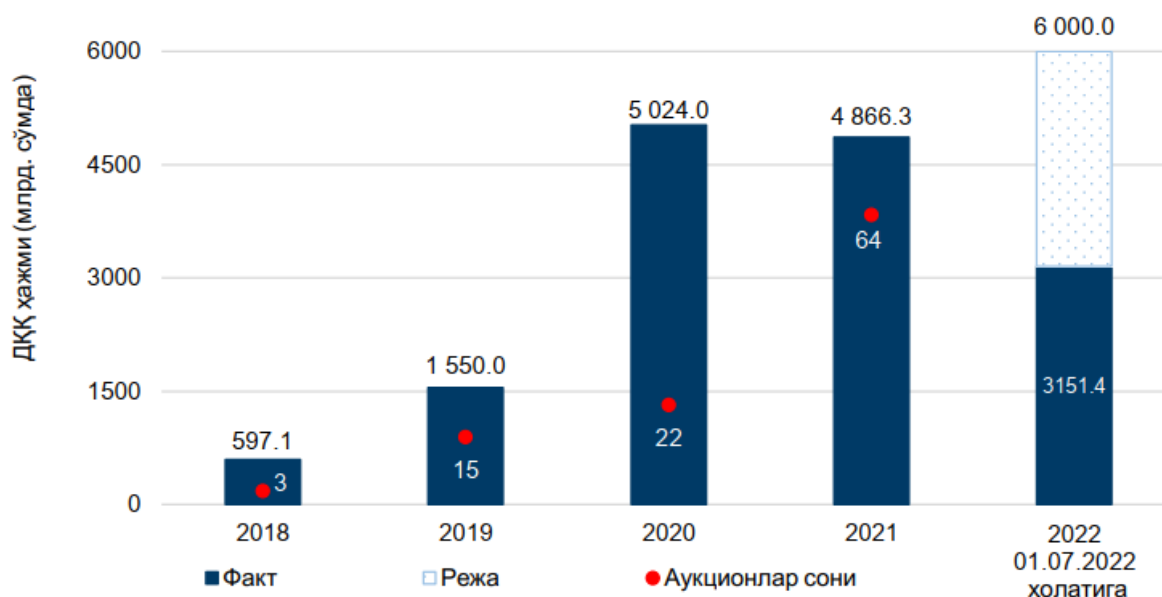
Тадқиқот методологияси

Мақолада облигациялар бозори ва эмитентлар фаоллиги таҳлили бўйича қиёсий таққослаш, илмий абстракциялаш, индукция, дедукция, анализ ва синтез методларидан фойдаланилган.

Таҳлил ва натижалар муҳокамаси

Миллий эмитентларнинг облигациялар бозоридаги фаоллигини таҳлил қилишда аввало ёндашувларни аниқлаштириб олиш талаб этилади. Бунда эмитентлар нуқтаи назаридан давлат ва корпоратив эмитентларга эътибор қаратамиз. ШУнингдек, миллий капитал бозорида эмитентларнинг иштироки ҳамда халқаро бозорда халқаро облигациялар жойлаштириш масаласига алоҳида эътибор қаратамиз.

Облигациялар бозорида тарихан илк бор давлат облигациялари муомалага чиқарилган. Бундай амалиёт аввало давлат бюджети дефицитини ноинфляцион йўл билан қоплаш учун амалга оширилганлигини алоҳида таъкидлашимиз лозим. Мамлакатимизда ҳам охириги йилларда облигациялар ҳисобланган давлат қимматли қоғозлари мунтазам муомалага чиқариб келинмоқда. Буни қуйидаги расмда кўриш мумкин (1-расм).



1-расм. 2018-2022 йилларда жойлаштирилган давлат қимматли қоғозлари (01.07.2022 й. ҳолатига) [7]

Келтирилган расмдан аён бўлмоқдаки, 2018 йилда 3 та аукционда 597,1 миллиард сўмлик давлат қимматли қоғозлари муваффақиятли жойлаштирилган. 2022 йилда эса жами 6 триллион сўмлик давлат облигациялари жойлаштириш режалаштирилган бўлиб, 2022 йил 1 июлига

кадар 3151,4 миллиард сўмлик қисми жойлаштириб бўлинган. Бунда жалб қилинган маблағнинг 2 017,9 млрд. сўмлик қисми бевосита давлат бюджети дефицитини қоплашга йўналтирилган.

Давлат қимматли қоғозлари жойлаштирилиши валюта биржаси орқали амалга оширилишини алоҳида таъкидлашимиз лозим. Биргина “2022 йилнинг 25 октябрь куни Ўзбекистон Республика Валюта биржасида ўтказилган навбатдаги электрон аукцион кўра, бозор иштирокчилари томонидан 5 йиллик давлат қимматли қоғозларини сотиб олиш учун келиб тушган умумий ҳажми 295,4 млрд. сўмлик буюртмалардан 200 млрд. сўм миқдордаги буюртмалар 17,81 фоизга тенг ўртача тортилган даромадлилик билан қаноатлантирилди” [8]. Мазкур ҳолатда ҳам кўряпмизки, давлат қимматли қоғозлари рисксиз актив сифатида 17,81 фоизлик даромад тўлаш шарти билан жойлаштирилаётганлиги банклар ва суғурта компанияларини қаноатлантирмоқда.

Шу билан бирга қайд этиб ўтишимиз ҳам лозимки, давлат қимматли қоғозлари фақатгина тижорат банклари, суғурта компаниялари, умумий ҳолда юридик шахслар ўртасида жойлаштириб келинмоқда. Яъни давлат облигациялари охириги йилларда жисмоний шахслар ўртасида жойлаштирилмаган.

Корпоратив эмитентлар томонидан ўз фаолиятлари давомида акциялар ва облигациялар муомалага чиқариш орқали капитал жалб қилишлари мумкин. Бунда шунини таъкидлаш лозимки, тижорат банклари, суғурта омпаниялари, инвестиция фондлари, биржалар ўз фаолиятларини акциядорлик жамияти сифатида ташкил этишлари шарт. Шу сабабли улар томонидан муомалага акция чиқаришлари ҳамда жойлаштиришлари шарт ҳисобланади. Реал сектор корхоналари эса ташкилий-ҳуқуқий шаклни мустақил танлашлари мумкин. Агарда улар фаолияти бевосита акциядорлик жамияти сифатида амалга оширилаётган бўлса, ундай ҳолатда бевосита акциялар муомалага чиқарилган бўлиши лозим. Шунингдек, акциядорлик жамиятлари ва масъулияти чекланган жамиятларга корпоратив облигациялар муомалага чиқариш орқали молиявий ресурс жалб қилиш ҳуқуқи ҳам тақдим этилган.

2022 йил ноябрь ҳолатига кўра корпоратив эмитентлар томонидан муомалага чиқарилган акциялар ва облигациялар қуйидагича (1-жадвал). Таҳлиллар кўрсатмоқдаки, Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсида ҳисоби юритилаётган корпоратив облигациялар эмиссияси сони 30 тани ташкил этади. Бу эмиссияларнинг 13 таси Тошкент шаҳридан амалга оширилган бўлиб, 789,4 миллиард сўмга тенг бўлган. 112 миллиард сўмлик 2 та эмиссия Наманган вилоятидаги эмитент томонидан амалга оширилган. Фарғона вилоятида 8 та корпоратив

облигация эмиссияси амалга оширилган бўлиб, жами 57 миллиард сўмлик облигация жойлаштирилган. Тошкент вилоятидаги битта эмитент 50 миллиардлик, Андижон вилоятидаги бир нафар эмитент 3 миллиардлик облигация жойлаштирган.

1-жадвал

Корпоратив эмитентлар томонидан муомалага чиқарилган акциялар ва облигациялар[9]

№	Қимматли қоғозлар тури	Қимматли қоғозлар эмиссияси сони	Қимматли қоғозлар сони, млрд дон	Қимматли қоғозлар эмиссияси умумий ҳажми, млрд сўм
1.	Акциялар	2091	17287,8	165616,2
2.	Корпоратив облигациялар	30	0,0006	1011,4

Тармоқлар кесимида таҳлил қиладиган бўлсак, муомаладаги корпоратив облигацияларнинг 39,8 фоизи, яъни 402,7 миллиард сўмлик қисми бевосита молиявий секторга тегишли бўлиб, асосан тижорат банклари ҳиссасига тўғри келади. 39,4 фоизи, яъни 398,7 миллиард сўмлик қисми хизматлар соҳасидаги эмитентларга тегишлидир. Шунинг ҳам таъкидлашимиз лозимки, бугунги кунга қадар суғурта компаниялари томонидан корпоратив облигациялар муомалага чиқарилмаган.

Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигида охириги марта 2022 йил 30 сентябрда "Star Sity Senter" масъулияти чекланган жамияти томонидан муомалага чиқарилган корпоратив облигациялари регистрациядан ўтказилган. Эмиссияга эътибор қаратадиган бўлса умумий ҳажм 5 миллиард сўм, битта облигация номинал қиймати 1 000 000 сўм. Жойлаштириш ёпиқ ҳисобланади [10]. Бундаги облигация номинал қиймати юқорилиги ва жойлаштиришнинг ёпиқлиги облигациялар бозорининг ривожланишига жиддий таъсир кўрсатмайди.

2019-2021 йилларда халқаро облигациялар бозорида ҳукумат томонидан еврооблигациялар ва сўмда халқаро облигациялар муваффақиятли жойлаштирилди. Шу билан биргаликда тижорат банкларида Ўзсаноатқурилишбанк, Ипотекабанк, Ўзмилийбанк, реал сектор корхоналаридан Ўзавтомоторс ва Ўзбекнефтегаз акциядорлик жамиятлари ўз еврооблигацияларини халқаро бозорда муваффақиятли жойлаштирилганликларини ҳам алоҳида таъкидлашимиз лозим. Жумладан 2021 йил ноябрь ойида Ўзбекнефтгаз» АЖ ўз тарихида илк бор Лондон фонд биржасида 700 млн АҚШ доллари миқдоридаги

еврооблигацияларини 7 йил муддатга 4,75% ставкада муваффақиятли жойлаштирилганлиги [11] ҳақиқатда муваффақиятли бўлди. Чунки Ўзбекистоннинг 5 йиллик суверен еврооблигациялари ҳам 4,75 фоизлик ставкада жойлаштирилганлиги шароитида корпоратив еврооблигациянинг худди шу ставкада 7 йил муддатга жойлаштирилганлиги ижобий натижадир.

2022 йилда халқаро сиёсатдаги қатор мураккабликлар туфалий халқаро облигациялар муомалага чиқариш ниҳоятда хатарли бўлиб қолди. Чунки глобал миқёсдаги инфляция еврооблигациялар бўйича фоиз ставкасининг ҳам ошиб кетишига олиб келди. БУндай шароитда миллий эмитентларнинг халқаро облигациялар бозорига чиқиши валюта рисклари ортишига олиб келади.

Хулоса

Облигациялар бозорида эмитентлар фаолияти ва фаоллигини таҳлил ва тадқиқ қилиш натижасида қуйидаги хулосалар, таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқилди:

Биринчидан, мамлакатимизда облигациялар бозори доирасини кенгайтириш мақсадида давлат қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг ҳам кириб боришига етарлича шароит яратиш мақсадга мувофиқ.

Иккинчидан, миллий эмитентларнинг миллий молия бозоридан облигациялар воситасида капитал жалб қилишларини ташкил этишда майда инвесторларнинг ҳам бозорга кириб келишларини таъминлаш орқали қўшимча талабни юзага келтириш мақсадга мувофиқ. Бунинг учун эса облигациялар номинал баҳосини пасайтириш лозим.

Учинчидан, эмитентлар томонидан миллий бозорга облигациялар муомалага чиқаришда ва улар бўйича даромадлиликни белгилашда инфляцион кутилмаларни ҳисобга олиш мақсадга мувофиқ. Бунда асосий ставка плус қўшимча даромадлилик ёки девальвация даражаси плус қўшимча даромадлилик тарзида белгилаш лозим бўлади. Бу жиҳат ўзидан риск учун мукофотни ўз ичига олади.

Тўртинчидан, жаҳондаги мураккаб сиёсий ва иқтисодий вазиятда хорижий валютада халқаро облигациялар чиқариш ва жойлаштириш ниҳоятда қимматга тушади. Бу ўз навбатида валюта рисклари ортишига олиб келади. ШУ боисдан мазкур амалиётларда риск даражасини ҳар томонлама ҳисобга олиш лозим.

Бешинчидан, гарчи миллий суғурта компаниялари давлат облигациялари бозорида инвестор сифатида иштирок этаётган бўлсада, корпоратив облигациялар бозорида эмитент сифатида иштирок этмаяпти. Яқин истиқболда бу борада ҳам капитал жалб қилиш нуқтаи назаридан

фаолиятларини диверсификациялаш юзасидан облигацияларга ҳам мурожаат қилишлари лозим.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial markets and institutions. – Pearson, 2018. – 706 P.
2. Tadashi Endo. Endogenous market development for government securities in lower-income economies. Emerging Markets Review Volume 50, March 2022.
3. Roberto Dieci, Noemi Schmitt, Frank Westerhoff. Interactions between stock, bond and housing markets. Journal of economic dynamics and control, Volume 91, June 2018, Pages 43-70.
4. Бутиков И.Л. Қимматли қўғозлар бозори. Дарслик. - Т.: Консудитинформ, 2001. – Б. 26-36.
5. Элмирзаев С.Э., Бўриев Ж.П., Бердиев Ў.Ж. Миллий корпоратив облигациялар бозори: жорий ҳолат ва истиқболлар. // ИҚТИСОД ВА МОЛИЯ. №2. 2021. – Б. 33-38
6. Турсунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари. Монография. – Т.: “Iqtisod-moliya”, 2017. – 152 б.
7. Ўзбекистон Республикаси Капитал бозори ва Давлат қимматли қўғозлари бозорининг 2022 йил I ярим йиллик даври учун маълумотномаси.
8. <https://telegra.ph/5-yillik-davlat-qimmatli-qogozlarini-joylashtirish-boyicha-auksion-muvaffaqiyatli-otkazildi-10-27>
9. www.deponent.uz – Қимматли қўғозлар марказий депозитарийси расмий сайти
10. <http://openinfo.uz/uz/facts/63785/>
11. <https://www.gazeta.uz/uz/2021/11/10/uzneftgaz/>