Абдикаримова Динара Рустамхановна,
Тошкент молия институти доценти, PhD
Жўраев Отабек Шавкат ўғли,
Тошкент молия институти магистранти
Яхшибоев Жаҳонгир Абдуалимович,
Тошкент молия институти магистранти

ЎЗБЕКИСТОНДА ФОНД БОЗОРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ВА АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР ОРҚАЛИ МОЛИЯЛАШТИРИШ МАСАЛАЛАРИ

УДК: 336.76

АБДИКАРИМОВА Д.Р., ЖЎРАЕВ О.Ш., ЯХШИБОЕВ Ж.А. ЎЗБЕКИСТОНДА ФОНД БОЗОРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ВА АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР ОРҚАЛИ МОЛИЯЛАШТИРИШ МАСАЛАЛАРИ

Ушбу мақолада Ўзбекистонда фонд бозорини ривожлантириш ва акциядорлик жамиятларини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш бўйича олимларнинг ёндашувлари, Ўзсаноатқурилишбанк" АТБнинг сўнгги йилларда чиқарган облигациялари таҳлилларини ўрганиш асосида тегишли хулосалар ва таклифлар ишлаб чиқилган.

Таянч сўзлар: фонд бозори, қимматли қоғозлар, облигация, акция, акциядорлик жамияти.

АБДИКАРИМОВА Д.Р., ЖУРАЕВ О.Ш., ЯХШИБОЕВ Ж.А. ВОПРОСЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА И ФИНАНСИРОВАНИЯ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ ЧЕРЕЗ ЦЕННЫЕ БУМАГИ В УЗБЕКИСТАНЕ

Данная статья основана на взглядах ученых на развитие фондового рынка в Узбекистане и финансировании акционерных обществ за счет ценных бумаг на примере облигаций, выпущенных АКБ «Узпромстройбанк» в последние годы, и даны соответствующие выводы и рекомендации.

Ключевые слова: фондовый рынок, ценные бумаги, облигации, акции, акционерное общество.

ABDIKARIMOVA D.R., JURAEV O.SH., YAKHSHIBOEV J.A. FUND MARKET DEVELOPMENT AND FINANCING JOINT STOCK COMPANIES THROUGH SECURITIES IN UZBEKISTAN

This article is based on the views of scientists for the stock market development in Uzbekistan and the financing of joint stock companies through securities on the example of the bonds issued by JSCB "Uzsanoatqurilishbank" in recent years and given relevant conclusions and proposals.

Key words: stock market, securities, bond, stock, joint stock company.

Кириш. Дунё мамлакатларининг иқтисодий ривожланиш кўрсаткичларига эътибор қаратсак, аксарият мамлакатларда реал секторга нисбатан молиявий секторнинг роли катта эканлигини кўришимиз мумкин. Хусусан, мамлакатлар ривожлангани сари фонд бозорининг ўрни ва аҳамияти ошиб боришини корпоратив тузилмаларнинг бизнесни кенгайтириш ва истиқболли лойиҳаларни амалга ошириш мақсадида турли қимматли қоғозлар орқали капитал жалб қилишга бўлган уринишларида ҳам кўришимиз мумкин. Ўзбекистонда ҳам фонд бозорини ривожлантириш ва акциядорлик жамиятларини молиялаштиришда қимматли қоғозлардан фойдаланиш мамлакатимизни иқтисодий ривожлантиришдаги муҳим жиҳатлардан ҳисобланади.

Тадқиқот мавзусининг долзарблиги. Ўзбекистонда корпоратив тузилмалар томонидан қимматли қоғозлар эмиссия қилиниши ва самарали жойлаштирилиши турли янги лойиҳаларни амалга ошириш, фонд бозорида капитал айланмасини ошириш, инвестицион жозибадорликни ошириш ва иқтисодиётни ривожлантиришда муҳим аҳамият касб этади. Шу сабабли Ўзбекистонда фонд бозорини ривожлантириш ва акциядорлик жамиятларини молиялаштиришда қимматли қоғозлардан фойдаланиш долзарблик касб этади.

Илмий муаммонинг қўйилиши. Ўзбекистон амалиётида фонд бозори етарли даражада ривожланмаганлигини инобатга олган ҳолда айтишимиз мумкинки, миллий фонд бозоримизда акциядорлик жамиятларнинг иштироки етарлича эмаслиги, инвесторлар томонидан қимматли қоғозлар сотиб олишга қизиқиш паст эканлиги, фонд биржаларида етарлича инфратузилманинг шаклланмаганлиги каби бир қатор муаммолар мамлакатимизда фонд бозорини ривожлантиришда ҳал қилиниши лозим.

Тадқиқотнинг мақсади. Ушбу тадқиқотнинг мақсади Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш ва фонд бозорини ривожлантиришда мавжуд муаммолар ва имкониятларни ўрганиш ва таҳлил қилиш асосида мамлакатимизда фонд бозорини ривожлантириш ва акциядорлик жамиятларини молиялаштиришда қимматли қоғозлардан фойдаланиш бўйича илмий хулосалар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Илмий моҳияти. Фонд бозорини ривожлантириш хорижий олимлар томонидан кенг кўламда тадқиқ қилинишини кузатишимиз мумкин. Хусусан, М.А.Таунийнинг фикрича, қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиши иқтисодий ўсишни юзага келтиради. Натижалар шуни кўрсатадики, иқтисодий ўсиш фонд бозорининг ривожланиш кўрсаткичларига ижобий ва статистик жиҳатдан муҳим таъсир кўрсатади. Шу сабабли, қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиши ва иқтисодий ўсиш ўртасида ўзаро боғлиқлик мавжуд [1].

Бир қатор иқтисодчи олимлар ҳам фонд бозорининг ривожланиши иқтисодий ўсиш билан ижобий боғлиқ эканлигини таъкидлашган. Бундан ташқари, инструментал ўзгарувчанлик процедуралари қимматли қоғозлар бозори ривожланишининг олдиндан белгилаб қўйилган компоненти ва узоқ муддатли иқтисодий ўсиш ўртасидаги кучли боғлиқликни кўрсатади. Мамлакатлараро ўсиш регрессиялари қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиши ва иқтисодий ўсиш ўртасидаги кучли боғлиқликни назарда тутса-да, натижаларни якуний хулосалар эмас, балки қўшимча тадқиқотларни рағбатлантирувчи қисман корреляция сифатида кўриш керак [2].

Сўнгги бир неча йилларда тадқиқотчилар томонидан COVID-19 пандемиясининг фонд бозорига таъсири ҳам атрофлича ўрганилмоқда. Хусусан, бир гуруҳ тадқиқотчилар COVID-19 пандемиясининг қимматли қоғозлар бозорига жиддий салбий таъсир кўрсатиши, лекин айнан облигациялар бозорига сезиларли ижобий таъсир кўрсатишига эътибор қаратишган [3]. Шунингдек, Ж.Капелетти, Ж.Гвазаротти, П.Томмасино каби тадқиқотчилар қимматли қоғозлар бозорига транзакция солиғининг киритилишининг таъсирини ўрганиб чиқишган [4].

Ўзбекистонлик тадқиқотчилар ва олимлар томонидан ҳам фонд бозорини ривожлантириш бўйича изланишлар олиб борилмоқда. С.Элмирзаев бошчилигидаги муаллифлар жамоасининг фикрича, "... институционал инвесторлар фаолиятини кенгайтириш, эмитентлар бўйича чекловларни бартараф этиш мақсадида қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонунчилик ҳужжатларини такомиллаштириш зарур" [5].

Шунингдек, "... корпоратив тузилмаларда бизнесни кенгайтириш, истиқболли лойиҳаларни амалиётга татбиқ этиш, фаолият самарадорлигини ошириш мақсадида инновацион технологияларни қўллаш каби масалаларни ижобий ҳал этишда молиявий ресурсларга эҳтиёж сезилади. Ушбу эҳтиёжларни қондиришда корпоратив тузилма-

1-жадвал. Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш бўйича амалга оширилган эмпирик таҳлиллар [7]

Тадқиқотчилар	Ҳудуд	Натижалар
Хо, Ийке (2017)	-	Савдо очиқлиги, молиявий эркинлаштириш, корпоратив бошқарув ва инвесторларнинг ҳуқуқий ҳимояси каби институционал омиллар фонд бозорининг ривожланишига ижобий таъсир кўрсатди. Юқори инфляция ва заиф валюта курслари каби макроиқтисодий ўзгарувчилар фонд бозори ривожланишини пасайтиради, реал ЯИМ ва юқори иқтисодий ўсиш суръати эса фонд бозори ривожланишига ижобий таъсир кўрсатади.
Накюэр ва бошқалар (2007)	Яқин Шарқ ва Шимолий Африка	Фонд бозорининг ликвидлиги, турли фондлар ва молиявий воситачилар Яқин Шарқ ва Шимолий Африка минтақасида фонд бозорининг ривожланишига сезиларли даражада ижобий таъсир кўрсатган учта ўзгарувчидир.
Ҳусайн, Ноурен (2015)	Бангладеш	Бангладешда фонд бозорининг ривожланишига фонд бозори ликвидлиги ва ҳажми ижобий таъсир кўрсатди. Институционал ва тартибга солувчи омиллар ҳам Бангладешда фонд бозори ривожланишини белгилаб берди.
Эл-Надер, Алраймони (2014)	Иордания	Иорданияда фонд бозорининг ривожланишига хусусий секторга ажратилган кредит, ялпи капитал шаклланиши, пул массаси, савдонинг умумий қиймати ва истеъмол нархлари индекси ижобий таъсир кўрсатган.
Овериду ва бошқалар (2016)	Гана	Фақат фонд бозори ликвидлиги фонд бозорининг ривожланишига сезиларли ижобий таъсир кўрсатган. Бошқа макроиқтисодий ўзгарувчилар, масалан, хусусий жамғармалар, хусусий капитал оқими ва инфляция Гана фонд бозорининг ривожланишига сезиларли даражада ижобий таъсир кўрсатмади.
Жун ва бошқалар (2015)	Камерун	Фонд бозорининг юқори ликвидлиги, хусусий капитал оқими ва тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар Камерунда фонд бозорининг ривожланишига сезиларли ижобий таъсир кўрсатди. Аксинча, банк секторининг юқори ривожланиши ва иқтисодий ўсиш Камерунда қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига салбий таъсир кўрсатди.
Эл-Вассал (2013)	-	Норматив-ҳуқуқий база, сиёсий барқарорлик, банк секторининг ривожланиши, пул-кредит сиёсати, бюджет-солиқ сиёсати, иқтисодий ўсиш, иқтисодий ривожланиш босқичи, портфел капиталининг оқими ва савдо очиқлиги фонд бозори ривожланишига таъсир кўрсатади.
Зафар (2013)	Покистон	Натижалар уч хил: (1) банк секторининг ривожланиши фонд бозори ривожланишига етарлича ижобий таъсир кўрсатмади, (2) реал фоиз ставкалари фонд бозори ривожланишига салбий таъсир кўрсатди ва (3) тўғридан-тўғри инвестициялар ва фонд бозори қиймати Покистонда фонд бозори ривожланишига сезиларли ижобий таъсир кўрсатди.
Нгуен, Хан (2012)	Жанубий-Шарқий Осиё мамлакатлари	Макроиқтисодий барқарорлик, фонд бозори ликвидлиги, жамғармалар, молиявий ривожланиш ва даромадларнинг ўсиш суръати каби омиллар фонд бозори ривожланишига ижобий таъсир кўрсатди. Бошқа томондан, қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига инфляция даражасининг ўзгариши ва Жанубий-Шарқий Осиё мамлакатларидаги молиявий инқироз салбий таъсир кўрсатди.
Аюнку, Этале (2013)	Нигерия	Юқори инфляция ва жамғарма даражаси Нигерияда фонд бозорининг ривожланишига салбий таъсир кўрсатди. Тадқиқот шуни кўрсатдики, бозор капиталлашуви, валюта курслари ва хусусий секторга кредит бериш Нигерияда фонд бозори ривожланишига ижобий таъсир кўрсатди.

2-жадвал. “Ўзсаноатқурилишбанк” АТБ томонидан чиқарилган маҳаллий облигациялар таҳлили [8]

№	Чиқарилув ҳажми (млн. сўм)	Номинал қиймати (сўм)	Рўйхатдан ўтган сана	Фоиз устамаси	Муомала муддати (кун)
1	4 000	100 000	29.03.2010	11%	2184
2	6 000	100 000	29.03.2010	ЎзР МБ қайта молиялаш ставкаси	3640
3	28 000	100 000	29.12.2010	ЎзР МБ қайта молиялаш ставкаси	3640
4	10 000	100 000	10.08.2012	ЎзР МБ қайта молиялаш ставкаси - 1	3640
5	10 000	1 000 000	11.02.2014	ЎзР МБ қайта молиялаш ставкаси - 1	1820
6	50 000	1 000 000	19.11.2019	ЎзР МБ қайта молиялаш ставкаси + 2	1092
7	50 000	1 000 000	19.11.2019	ЎзР МБ қайта молиялаш ставкаси + 3	1820
8	50 000	1 000 000	19.11.2019	ЎзР МБ қайта молиялаш ставкаси + 4	2548

3-жадвал. “Ўзсаноатқурилишбанк” АТБ томонидан чиқарилган еврооблигациялар таҳлили [8]

№	Ҳажми (млн. АҚШ доллари)	Номинал қиймати (минг АҚШ доллари)	Чиқарилган облигация-ларнинг умумий сони	Жойлаш-тирилган сана	Тўлов санаси
1	300	200	1 500	02.12.2019	02.12.2024

лар томонидан капитал жалб қилиниши зарур” [6]. Ушбу эҳтиёжларни қондиришда фонд бозори корпоратив тузилмалар учун молиялаштириш манбаси вазифасини ҳам бажаришини алоҳида таъкидлаш лозим. Юқоридагиларни инобатга олган ҳолда айтишимиз мумкинки, фонд бозорини ривожлантириш нафақат иқтисодиётни ривожлантиради, қолаверса, корпоратив тузилмаларни молиялаштиришда муҳим аҳамиятга эга.

Тадқиқот методлари. Ушбу мақолада фонд бозорини ривожлантириш ва акциядорлик жамиятларини молиялаштиришда қимматли қоғозлардан фойдаланиш масалаларини ўрганишда илмий абстракциялаш, қиёслаш, дедукция, анализ ва синтез усулларидан фойдаланилган.

Асосий натижалар. Турли тадқиқотларга эътибор қаратсак, иқтисодчи олимлар томонидан фонд бозорини ривожлантиришга таъсир этувчи омилларнинг эмпирик таҳлили амалга оширилганлигини кўришимиз мумкин (1-жадвал).

Биринчи жадвал маълумотларига кўра фонд бозори ривожланишига турли омиллар таъсир кўрсатиши ва бу омиллар тадқиқотчилар ёндашуви, макон ва замон нуқтаи назаридан фарқланиши ҳам мумкин. Хусусан, аксарият олимлар фонд бозори ривожланишига савдо очиқлиги, молиявий эркинлаштириш, корпоратив бошқарув, инвесторларнинг ҳуқуқий ҳимояси, фонд бозори ликвидлиги, хусусий капитал оқими, сиёсий барқарорлик, банк секторининг ривожланиши каби омиллар таъсир кўрсатишини таъкидлаб ўтишган.

Иккинчи жадвал маълумотларига кўра “Ўзсаноатқурилишбанк” АТБ томонидан чиқарилган маҳаллий корпоратив облигацияларнинг фоиз ставкаси, асосан, Ўзбекистон Республикаси Марказий Банки қайта молиялаш ставкасига нисбатан олинишини кўришимиз мумкин (2-жадвал).

2019 йилда “Ўзсаноатқурилишбанк” АТБ томонидан халқаро молия бозоридан капитал жалб қилиш мақсадида Лондон фонд биржасига еврооблигациялар жойлаштирди ва бу орқали 300 млн. АҚШ доллари миқдоридаги капитал 5 йил муддатга жалб қилинганлигини кўришимиз мумкин (3-жадвал).

Хулоса ва таклифлар. Ўзбекистонда фонд бозорини ривожлантириш ва акциядорлик жамиятларини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш масалаларини ўрганиш орқали қуйидаги хулосалар ва таклифларни келтиришимиз мумкин.

Биринчидан, Ўзбекистонда фонд бозорини ривожлантиришда макроиқтисодий барқарорлик, корпоратив тузилмаларда корпоратив бошқарув, инвесторларнинг ҳуқуқий ҳимояси, хусусий капитал оқими каби жиҳатларга алоҳида эътибор қаратиш лозим.

Иккинчидан, фонд бозорининг ривожланиши иқтисодий ўсиш билан ўзаро боғлиқ эканлигини таъкидлашимиз лозим. Бунда иқтисодиётнинг ривожланиши фонд бозорини ривожланти-

ришга ва аксинча, фонд бозорининг ривожланиши иқтисодиётни ривожлантиришга катта ҳисса қўшишини инобатга олиш лозим.

Учинчидан, Ўзбекистонда фонд бозорини ривожлантиришда акциядорлик жамиятлари томонидан даромадлиликни инобатга олган ҳолда акциялар ва облигацияларни самарали молиявий инструментларга айлантириш ҳамда ушбу қимматли қоғозларнинг чиқарилишини молиялаштириш шакллари сифатида фойдаланилиши зарур.

Тўртинчидан, акциядорлик жамиятларининг фонд бозоридаги иштирокини кенгайтириш мақсадида маҳаллий фонд бозори учун янги инструментлардан, хусусан, ислом қимматли қоғозларидан фойдаланиш зарур. Бу фонд бозорида капитал айланмасини оширишга, аҳоли қўлидаги бўш пул маблағларини жалб қилишга ёрдам беради.

Фойдаланилган адабиёт рўйхати:

1. Mahmoud Abdelaziz Touny. Stock Market Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Some Arab Countries. // Arab Journal of Administration, Volume 32, No. 1, 2012 https://www.researchgate.net/publication/268208300_Stock_Market_Development_and_Economic_Growth_Empirical_Evidence_from_Some_Arab_Countries

2. Ross Levine, Sara Zervos. Stock Market Development and Long-Run Growth. // Article in The World Bank Economic Review, May 1996. – p. 33 https://www.researchgate.net/publication/5217477_Stock_Market_Development_and_Long-Run_Growth

3. Xingyi Chena, Zhijing Wangb , Xinyi Lia , Zhongyang Liuc , Kun Li. The Impact of Covid-19 on the Securities Market: Evidence from Chinese Stock and Bond Markets. // International Conference on Identification, Information and Knowledge in the internet of Things, 2020. – P. 6. https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877050921008589

4. Giuseppe Cappelletti, Giovanni Guazzarotti, Pietro Tommasino. The stock market effects of a securities transaction tax: Quasi-experimental evidence from Italy. // Journal of Financial Stability, Volume 31, August 2017, Pages 81-92.https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1572308917303030

5. С.Элмирзаев, Ж.Бўриев, Ф.Абдурашидов. Фонд бозорини ривожлантириш иқтисодий ўсишни жадаллаштириш омили. // "Халқаро молия ва ҳисоб" илмий электрон журнали. № 5, октябрь, 2019 йил. – 9 бет.

6. Ж.Ж.Қурбонов, С.Ў.Омонов, Д.Н.Нуралиева. Халқаро IPO амалиётлари таҳлили: ташкилий хусусиятлари ва институционал инвесторлар иштироки. // Иқтисод ва молия, 2021, 1(137). – 9 бет.

7. Kunofiwa Tsaurai. What are The Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets? // Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 2018 Vol: 22 Issue: 2.https://www.abacademies.org/articles/what-are-the-determinants-of-stock-market-development-in-emerging-markets-7135.html

8. https://sqb.uz/uz/for-investors/debt-instruments-uz/ - "Ўзсаноатқурилишбанк" АТБнинг расмий веб-сайти.