



АКТУАР МОЛИЯ ВА БУХГАЛТЕРИЯ ҲИСОБИ ИЛМИЙ ЖУРНАЛИ

Vol. 4 Issue 01 | pp. 10-17 | ISSN: 2181-1865

Available online <https://finance.tsue.uz/index.php/afa>

ХОРИЖИЙ ФОНД БОЗОРЛАРИДАН ИНВЕСТИЦИЯЛАР ЖАЛБ ҚИЛИШДА ЕВРООБЛИГАЦИЯЛАРДАН ФЙДАЛАНИШ ИСТИҚБОЛЛАРИ



Абдубоқиев Мухаммад Шарофитдинович

Тошкент давлат иқтисодиёт университети таянч докторанти

Аннотация: Миллий амалиётда фаолиёт юритаётган йирик акциядорлик жамиятлари томонидан молиявий ресурсларга бўлган талабни қондириш ва қўшимча капитал жалб қилишда банк моделининг муқобил вариант сифатида сақланиб қолаётганлиги капитал бозорида замонавий молиявий инструментлардан фойдаланиш механизмини такомиллаштириш заруратини намоён этмоқда. Халқаро амалиёт тажрибаларидан кўринадик, кейинги йилларда ривожланаётган давлатларда қарз инструментлари бозори хусусан корпоратив облигациялар савдо хажмининг ЯИМдаги улуши ошириш орқали корпоратив тузилмаларни қўшимча молиявий ресурслар билан таъминлашда муҳим манба сифатида фойдаланилмоқда. Мазкур мақолада мамлакатимизда корпоратив тузилмалар томонидан қарз инструментлардан фойдаланиш тенденциялари таҳлил қилинган, соҳадаги мавжуд муаммоларни ўрганиш асосида уларни бартараф этишга доир илмий таклиф ва амалий тавсиялар шакллантирилган.

Калит сўзлар: еврооблигация, корпоратив бошқарув, молиявий ресурслар, молия стратегияси, акция, фонд бозори, молиявий таъминот, инвестицион стратегия, молиявий механизм.

ПЕРСПЕКТИВЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ДЛЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ С ИНОСТРАННЫХ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ

Абдубоқиев Мухаммад Шарофитдинович

Докторант Ташкентского государственного экономического университета

Аннотация: Тот факт, что в отечественной практике банковская модель остается альтернативным вариантом удовлетворения спроса на финансовые ресурсы и привлечения дополнительного капитала крупными акционерными обществами, действующими в отечественной практике, показывает необходимость совершенствования механизма использования современных финансовых инструментов на рынке капитала. Международная практика показывает, что в последние годы рынок долговых инструментов развивающихся стран, особенно корпоративных облигаций, используется как важный источник обеспечения

корпоративных структур дополнительными финансовыми ресурсами за счет увеличения доли объема торговли в ВВП. В данной статье анализируются тенденции использования долговых инструментов корпоративными структурами в нашей стране, формулируются научные предложения и практические рекомендации по их устранению на основе изучения существующих проблем в сфере.

Ключевые слова: Еврооблигации, корпоративное управление, финансовые ресурсы, финансовая стратегия, акция, фондовый рынок, финансовая безопасность, инвестиционная стратегия, финансовый механизм.

PROSPECTS OF USING EUROBONDS IN ATTRACTING INVESTMENTS FROM FOREIGN FUND MARKETS

Abduboqiev Muxammad Sharofitdinovich

Doctoral student of Tashkent State University of Economics

Abstract: The fact that the banking model remains as an alternative option for meeting the demand for financial resources and attracting additional capital by large joint-stock companies operating in the national practice shows the need to improve the mechanism of using modern financial instruments in the capital market. International practice shows that in recent years, the market of debt instruments in developing countries, especially corporate bonds, has been used as an important source of providing corporate structures with additional financial resources by increasing the share of trade volume in GDP. In this article, trends in the use of debt instruments by corporate structures in our country are analyzed, scientific proposals and practical recommendations for their elimination are formulated based on the study of existing problems in the field.

Key words: Eurobond, corporate governance, financial resources, financial strategy, share, stock market, financial security, investment strategy, financial mechanism.

1. Кириш

Акциядорлик жамиятларида замонавий молиявий бошқарув механизмини такомиллаштиришдаги асосий жиҳатлардан бири, капитал таркиби ва тузилишини диверсификациялаш, молиявий таъминот манбаларини оптималлаштиришда халқаро ва миллий капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилишнинг замонавий инструментларидан фойдаланиш ҳисобланади. Мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларида анъанавий молиялаштириш манбаи сифатида банк моделидан босқичма-босқич нобанк модели ёки фонд бозори орқали молиялаштириш механизмини такомиллаштириш долзарб аҳамият касб этиб бормоқда.

Ўзбекистонда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларида замонавий молиявий менежмент тизимини ташкил этиш ва такомиллаштиришга доир бир қатор норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар қабул қилиниб, акциядорлик жамиятлари фаолиятини ташкил этиш ва ривожлантириш, уларнинг инфратузилмаси, капитал бозоридаги иштирокини янада ошириш ва бошқа молиявий-инвестицион жиҳатларини қамраб олувчи мустаҳкам ҳуқуқий асос яратилди.

2022-2026 йилларга мўлжалланган Янги Ўзбекистоннинг тараққиёт Стратегиясида «мамлакатимизда капитал ҳаракатини босқичма-босқич эркинлаштириш ҳамда йирик корхоналарни ва улардаги улушларни (акцияларни), шу жумладан фонд биржаси орқали хусусийлаштириш ҳамда саноатнинг етакчи тармоқлари ва иқтисодий янада либераллаштириш ҳамда трансформация жараёнларини яқунлаш» [1] иқтисодий соҳасидаги асосий мақсадлардан бири сифатида белгилаб олинган. Шунга мувофиқ, ташқи муҳитдаги ўзгаришларга мос равишда корпоратив молия сиёсатини мувофиқлаштириш, молиявий менежментнинг халқаро замонавий услубиятини жорий этиш, молиявий таъминотнинг қўшимча манбаларини шакллантиришда молия бозори билан муносабатларни ривожлантириш, молиявий рискларни бошқаришда халқаро стандартларни жорий этиш, капитал тузилмасини оптималлаштиришда молиявий технологияларни татбиқ этишга доир илмий тадқиқотларни амалга оширилиши ҳозирги куннинг долзарб масалаларидан биридир.

2. Адабиётлар шарҳи

Халқаро облигациялар ва унинг ривожланиш тенденциялари, хусусан осие минтақа давлатларининг облигация бозорини ривожланиш босқичлари бўйича кўплаб иқтисодчи олимлар ва молиявий экспертлар тадқиқотлар олиб борган. Молия бозорига доир кўплаб илмий асарлар муаллифи, Ф.Мишкиннинг фикрича, облигациялар инвестицион фаолиятни амалга оширишда энг кенг тарқалган узоқ муддатли муқобил вариантлардан биридир. Облигациялар акцияларга қараганда анча паст рискка эга бўлиб, уларга нисбатан тўлов устуворлиги юқори саналади. Агар компания ўз мажбуриятларини бажаришда маълум бир қийинчиликларга дуч келган тақдирда ҳам, облигациялар бўйича тўловларни амалга оширилиши белгиланади [2]. Осие минтақа давлатларида облигациялар бозори ривожланишининг таҳлиliga доир илмий мақолалар муаллифлари О.Ковалевский, П.Писаниларнинг фикрига кўра, 1997/98 йиллардаги Осие инқирозидан кейин облигациялар, хусусан корпоратив облигациялар бозорининг роли кучайиб борди. Молиявий экспертларнинг фикрига кўра, қарз бозорларини ривожлантириб бориш келгусида молиявий инқирознинг салбий таъсирини камайитиришда муҳим аҳамият касб этади. Бунинг асосий сабаби сифатида, молиявий инқироз вақтида молиялаштиришнинг муҳим манбаи банк асосида молиялаштириш амалиётида муаммолар юзага келган пайтда муқобил вариант эканлигини кўрсатиш мумкин [3]. Замонавий капитал бозорининг хусусиятларига доир тадқиқотлар олиб борган олимлар таъкидлаганидек - “халқаро капитал бозори нафақат иқтисодий фанда, балки амалда ҳам кенг кўламли тушунча бўлиб, белгиланган мақсадларга, шунингдек, тадқиқот объектларига қараб, у кенг кўламли тадбирларни қамраб олади” [4].

Халқаро фонд бозори, унинг таркиби ва хусусиятларига доир илмий мақолалар муаллифлари Лапшина ва Прахтларнинг фикрича, “халқаро капитал бозори - молия бозорининг бир қисми бўлиб, унда бир йилдан ортиқ муддатга эга бўлган маблағлар муомаласи амалга оширилади [5]”. Жаҳон иқтисодийнинг муҳим таркибий бўғинлари саналган миллий иқтисодийлар, интеграция бирлашмалари, халқаро ташкилотлар ва улар ўртасидаги турли хил

муносабатларнинг комбинацияси бўлган инвестициялар муҳим ўрин эгаллайди. Кейинги йилларда мазкур тармоқлар ўртасидаги инвестицион муносабатларни ривожланиб бориши давлатларнинг интеграциялашувини ошириш билан бир қаторда иқтисодий ижтимоий ривожланишида муҳим аҳамият касб этмоқда [6]. Иқтисодчи олимлар Баувер ва Адолфларнинг фикрига кўра: “Халқаро фонд бозори - бир йилдан ортиқ муддатга қимматли қоғозлар савдосини ўтказувчи ташкиллаштирилган биржа савдоси” [7]. Р.Р.Рубцовнинг фикрига кўра, “Халқаро молия бозори - пул капиталининг ҳаракатланиши билан боғлиқ иқтисодий муносабатлар ва институтлар мажмуидир” [8]. Молия бозорининг замонавий кўринишлари ва унинг таркибий сегментларига доир илмий монография муаллифи Иванованинг фикрига кўра, “Халқаро фонд бозори - молиявий воситалардан фойдаланган ҳолда молиявий битимларни амалга ошириш соҳаси” [9].

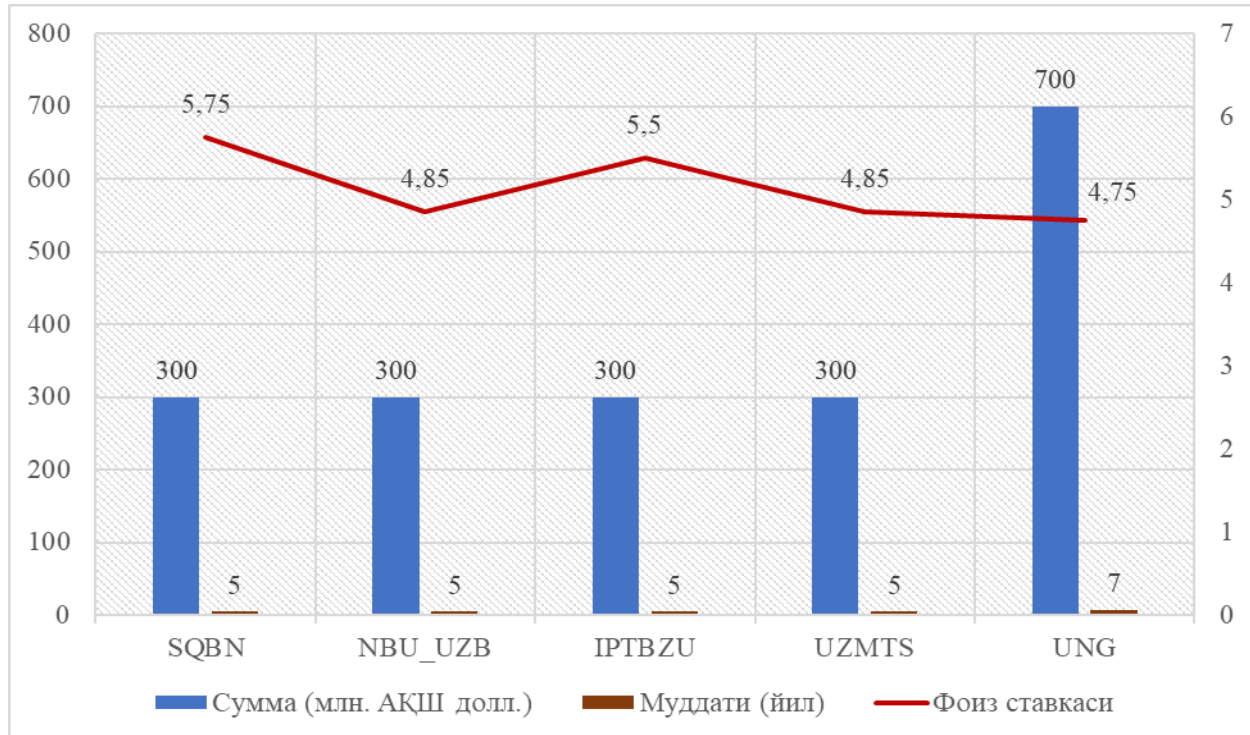
3. Тадқиқот методологияси

Мақолада халқаро капитал бозори, миллий иқтисодиётни ривожлантиришда қарз инструментларидан фойдаланишнинг илмий асосларини ёритишга қаратилган иқтисодчи олимларнинг илмий ишланмалари тадқиқ этилган. Шунингдек тадқиқотда математик-статистик моделлаштириш, қиёсий таҳлил, корреляция ва регрессия, мантиқий фикрлаш каби усуллардан фойдаланилган.

4. Таҳлил ва натижалар

2019 йилнинг якунларига келиб Ўзбекистонда халқаро капитал бозоридан капитал жалб қилишнинг қарз инструментлари, хусусан, еврооблигацияларни халқаро фонд биржаларига жойлаштириш амалиёти муваффақиятли йўлга қўйилди. Бироқ жойлаштирилган аксарият қарз инструментлари устав капиталида давлат улуши бўлган акциядорлик жамиятлари томонидан бевосита ҳукумат кафолати остида жалб қилинган қарзлар эканлигини инобатга оладиган бўлсак, кейинчалик еврооблигациялар бўйича асосий қарз ва фоизлар бўйича мажбуриятларни бажармаслик ҳолатлари юзага келса, ҳукуматга ушбу қарзларни сўндириш мажбуриятларни юклайди. 2023 йилнинг январь ойи ҳолатига кўра Ўзбекистонда жами 5 та йирик акциядорлик жамиятлари томонидан жами 1200 млн. АҚШ долларидан ортиқ халқаро еврооблигациялар жойлаштирилган бўлиб, улар томондан белгиланган фоизлар ўртача 4-6% дан иборат бўлган (1-расм).

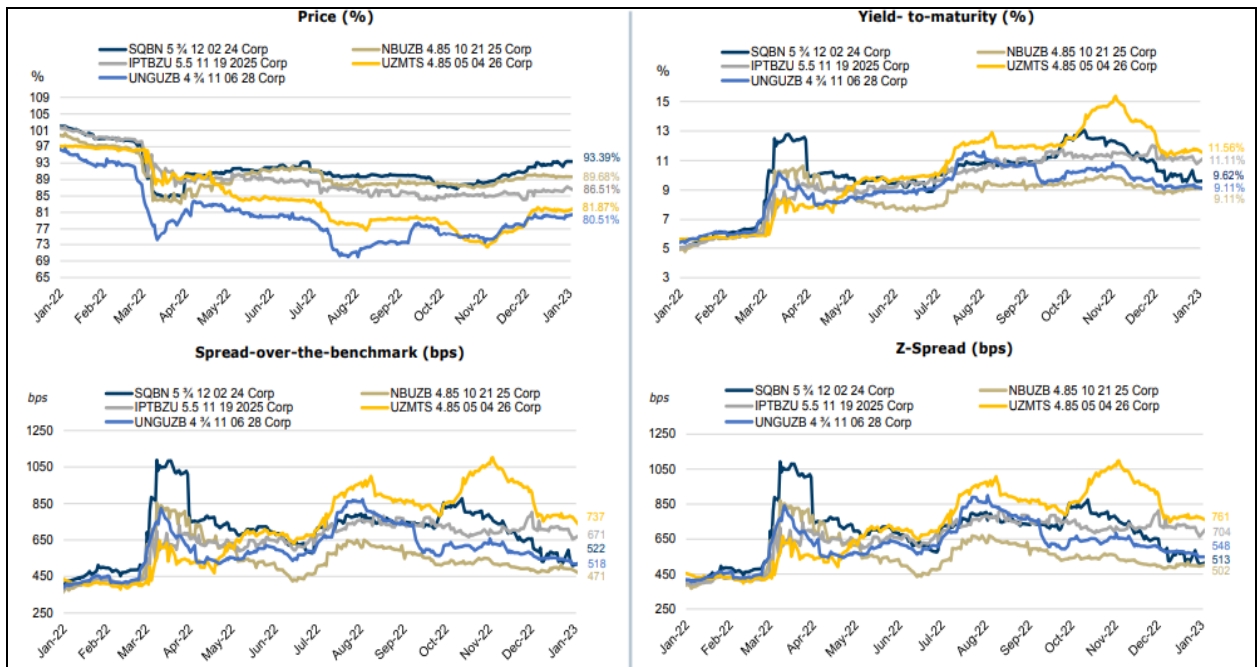
2019 йилда Ўзбекистон Республикасида тижорат банклари орасида “Ўзсаноатқурилишбанк” биринчилардан бўлиб халқаро йирик валюта биржаларидан бири Лондон фонд биржасидан 300 млн. АҚШ доллари миқдоридagi еврооблигацияларни жойлаштириш орқали капитал жалб қилди. Банк томонидан JP Morgan, Citigroup, Commerzbank va Raiffeisen сингари консалтинг компаниялар тавсиялари асосида корпоратив евробондлар чиқаришга тайёрланган ва еврооблигацияларни жойлаштирган. Банкнинг облигациялар бўйича дастлабки даромадлиги 6,5% этиб белгиланган бўлса кейинчалик облигациялар бўйича даромадлилик 0,125% га камайиш ҳисобига 6,375% гача тушган.



1-расм. Акциядорлик жамиятлари томонидан еврооблигациялар жойлаштириш динамикаси таҳлили [10]

“Ипотека-банк” АТИБ Ўзбекистон корпоратив эмитентлари орасида биринчи бўлиб халқаро капитал бозорида миллий валютадаги облигацияларни муваффақиятли чиқарди ва жойлаштирди. 2021-йилнинг апрел ойида “Ипотека-банк”нинг 785 миллиард сўм (75 миллион АҚШ доллари эквиваленти) миқдоридagi 3 йиллик еврооблигациялари муваффақиятли жойлаштирилди. Фоиш ставкалари эса, Халқаро Вена фонд биржасида йиллик 16% купон ставкаси билан (йиллик 16,5% самарали ставка билан) жойлаштирилган (2-расм).

Албатта бугунги кунда ҳам, Ипотека-банк юқори кредит рейтингига эга (суверен даражада) фаол халқаро эмитент сифатидаги мавқеини мақсадли равишда мустаҳкамлаш, потенциал инвесторларнинг географик базасини кенгайтириш ва молиялаштириш манбаларини диверсификация қилишни давом эттирмоқда. 2022 йил декабр ойига келиб “Standard & Poor’s” агентлиги Ўзмилийбанкка “Барқарор” прогнози билан ВВ-/В даражасида кредит рейтингини тасдиқлади. 2023 йил январ ойига келиб эса, “MOODY’S” агентлиги Ўзмилийбанкка “Ва3” даражада миллий валютада узоқ муддатли ва “Ва3” даражада хорижий валютада қисқа муддатли рейтингларини тақдим этди. Депозитлар рейтинги бўйича прогноз “Барқарор” бўлиб, келгуси 12 ой давомида Ўзмилийбанкнинг барқарор бозор позициясини ва молиявий кўрсаткичларини тасдиқлайди. Ўз навбатида, Fitch Ratings агентлиги 2022 йил сентябр ойида эмитент дефолти бўйича Ўзмилийбанкка “Барқарор” прогнози билан «ВВ-» узоқ муддатли рейтинг ва “b” қисқа муддатли рейтингларни тасдиқлади.



2-расм. Акциядорлик жамиятларининг еврооблигациялар бўйича самарадорлик кўрсаткичлари динамикаси (01.01.2023 й.) [11]

Таъкидлаш лозимки, кейинги йилларда Ўзбекистон Республикасининг халқаро капитал бозоридаги иштирокини мустақамланиши давлат томонидан ёки алоҳида акциядорлик жамиятлари томонидан чиқарилаётган еврооблигацияларни жойлаштириш бўйича муваффақиятга эришаётганлигини таъкидлаш мумкин. Биргина 2021 Moody’s халқаро рейтинг компанияси томонидан Ўзбекистонга Республикасининг суверен кредитлари бўйича рейтинги “B1” (ижобий) даражада баҳоланган бўлса 2023 йилнинг якунларига келиб компания томонидан “Ba3” (барқарор) даражада хулоса тақдим этилган (1-жадвал).

1-жадвал

Халқаро рейтинг компанияларининг Ўзбекистон Республикаси бўйича суверен кредит рейтинг натижалари [12]

№	Мамлакат	Баҳо	№	Рейтинг	2021	2022	2023
1.	Австралия	AAA	1.	Fitch Ratings	“BB-”	“BB-”	“BB-”
2.	Ирландия	AA	2.	S&P Global ratings	“BB-”	“BB-”	-
3.	Греция	BB+		Moody’s	“B1”	“B1”	“Ba3”
4.	Коста Рика	BB-					
5.	Ўзбекистон	BB-					
6.	Миср	B					

Алоҳида қайд этиш лозимки, 2023 йилнинг май ойида Standard & Poor’s ва Fitch Ratings билан бир қаторда «катта учлик» халқаро рейтинг агентликларидан бири бўлган Moody’s Investors Service Ltd. (АҚШ) халқаро рейтинг агентлиги «Ўзбекивест» суғурта компаниясининг молиявий мустақамлик рейтинги прогнози «Ижобий», «Ba3» даражасига кўтарилганини расман эълон қилди. «Ўзбекивест» Ўзбекистон банк-молия секторидаги Moody’s халқаро рейтинг агентлиги томонидан «Ba3» молиявий мустақамлик рейтинги берилган биринчи компания ҳисобланади.

Moody's агентлигининг маълумотига кўра, «Ўзбекинвест»нинг рейтинги ва молиявий мустаҳкамлиги прогнози (IFCR) компаниянинг бозордаги кучли позицияси, мустаҳкам капитал буферлари, активларнинг яхши сифати ва юқори сифатли барқарор даромадли воситаларга инвестицияларнинг жалб қилинганлигига асосланади.

Халқаро амалиётдан маълумки, давлат қарз инструментлари риск даражаси энг паст бўлган молиявий активлардан бири бўлиб кўплаб инвесторлар томонидан қизиқиш билдирилади. Бироқ Ўзбекистонда чиқарилаётган қарз инструментларининг банк депозитларига нисбатан фоизларининг пастлиги, аҳоли томонидан давлат қимматли қоғозларига бўлган қизиқишнинг камлиги ҳамда реал инфляция кутилмалар билан давлат қимматли қоғозлар ўртасидаги даромадлилик ўртасидаги фарқнинг юқори эмаслиги ушбу қарз инструментига бўлган (жисмоний шахслар ва норезидентлар томонидан) талабнинг паст эканлигини намоён этмоқда.

5. Хулоса ва таклифлар

Амалга оширилган тадқиқотлар натижасида миллий амалиётда қимматли қоғозлар бозори фаолиятини янада такомиллаштириш ҳамда йирик акциядорлик жамиятлари томонидан халқаро капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилиш механизмини такомиллаштириш мақсадида қуйидаги хулосалар шакллантирилди.

Биринчидан, сўнгги йилларда Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва Молия вазирлиги томонидан йирик инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш учун давлат облигацияларини чиқаришга эътибор қаратилмоқда. Бироқ амалга оширилган тадқиқотлар кўрсатдики, мазкур тенденция фонд бозорида бошқа акциядорлик жамиятлари томонидан қўшимча молиявий ресурслар жалб қилишдаги рақобат муҳитига салбий таъсир кўрсатиши мумкин. Шунингдек, аксарият вазиятларда ушбу облигацияларнинг даромадлилик ставкалари облигациялар чиқарилган инвестиция лойиҳалари рентабеллиги билан боғлиқ эмас. Шу нуқтаи назардан, инвестиция лойиҳаларининг рентабеллиги (ёки самарадорлиги), уларни амалга ошириш муддатлари ва инвестицияларнинг даромадлилиги бевосита жойлаштирилган облигацияларнинг самарадорлик кўрсаткичларига пропорционал бўлиши керак.

Иккинчидан, мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришнинг мақсади барча тоифадаги инвесторлар учун ресурсларни йўналтириш ва капитал жамлаш учун самарали бозорни яратиш орқали уни иқтисодиётнинг асосий молия бозорларидан бирига айлантиришни назарда тутати. Бозорни ривожлантириш йўналишлари сифатида эса, қимматли қоғозларнинг замонавий турларини жорий этиш орқали инвесторларга турли танловлар тақдим этиш шунингдек халқаро капитал бозорига “чиқиш”да молиявий саводхонликни оширишга доир электрон платформаларни ривожлантириш керак.

Учинчидан, қимматли қоғозлар бозорини давлат томонидан тартибга солишни такомиллаштиришда ягона мегарегулятор механизмини таъсирчанлиги ва мустақиллигини таъминлаш муҳим аҳамиятга эга. Мазкур жараёнда мустақил қарорлар қабул қилишни такомиллаштириш мақсадида халқаро амалиёт тажрибаларга таянган ҳолда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда

нодавлат ташкилотлари фаолиятини рағбатлантириш механизмини яратишга алоҳида аҳамият қаратиш зарур.

Адабиётлар рўйхати

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2022 йил 28 январдаги ПФ-60-сон «2022-2026 йилларга мўлжалланган янги Ўзбекистоннинг тараққиёт Стратегияси тўғрисида»ги Фармони. <https://lex.uz/docs/5841063>
2. Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins Financial markets and institutions. Ninth Edition Global Edition. Pearson – 2018, p 327.
3. Oskar Kowalewski, Paweł Pisany. What drove the growth of the corporate bond markets in Asia? Research in International Business and Finance. Volume 48, April 2019, Pages 365-380
4. Касимова, М.И. Рынок капиталов: сущность, содержание и его место в системе рыночных отношений / М.И. Касимова // Фундаментальные исследования. – 2016. - С. 152-156.
5. Лапшина З.В., Прахт К.С. Рынок капитала: структура и функции//Экономика и социум - № 2-3 (15). - 2015. - с. 141-145.
6. Maela Giofré COVID-19 stringency measures and foreign investment: An early assessment//North American Journal of Economics and Finance 58 (2021) 101536
7. Christian Bauer, Marc-Patrick Adolph, Limited joint liability in structured Eurobonds: Pricing the political costs, Journal of International Money and Finance, Volume 113, 2021, 102343, ISSN 0261-5606, <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102343>.
(<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560620302990>)
8. Stanik N. Ah. Crises in the securities market: characteristics and methods of early identification : dis. ... kand. Econ. sciences. M.: Financial University, 2013.
9. Современные финансовые рынки: монография; под ред. В.В. Иванова. - М.: Проспект, 2014. - 572 с.
10. https://api.mf.uz/media/document_files/Newsletter_39 - хисоботлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди
11. https://api.mf.uz/media/document_files/indekslar.pdf -хисоботлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди
12. https://api.mf.uz/media/document_files/Newsletter_39 - хисоботлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди
13. Burkhanov A. U., Hamdamov O. N. Financial management. Textbook //Т.:«Innovative development publishing house»,-2020.
14. Элмуродов Ш. ПЕРСПЕКТИВЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ПРАВОВОЙ БАЗЫ ФИНАНСОВЫХ МЕХАНИЗМОВ СОКРАЩЕНИЯ СКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ //ББК 1 Р76. – 2023. – С. 302.
15. Hamdamov O., Otakhonova S., Baratova Z. Bond Market Analysis In The Countries Of The Asian Region //International Finance and Accounting. – 2020. – Т. 2020. – №. 2. – С. 23.

Copyright: © 2024 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-4.0 International License (CC - BY 4.0)

