
**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ
УНИВЕРСИТЕТИ**

**ИҚТИСОДИЁТ
ВА
ТАЪЛИМ**

5

2019

Тошкент

МУНДАРИЖА

МАКРОИҚТИСОДИЙ СИЁСАТ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

Абдулазизова Ў.Н.	Методика оценки экономической концентрации рынка финансовых услуг.....	6
Садриддинова Н.Х.	Кластеры как фактор повышения конкурентоспособности в Узбекистане.....	10
Сапаев Д.Х.	Особенности производственно-технологического кластера виноградно – винодельческой промышленности.....	14
Султонов Ш.Н.	Корпоратив бошқарув асосида фонд бозорини ривожлантириш йўллари.....	17
Тешабоева З.Т. Тошпулатов Ф.	Институциональные основы сокращения теневой экономики.....	23

БАНК ИШИ

БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

Абсаламов А.Т.	Марказий банк трансмиссион механизмининг валюта курси каналини импорт таъсирида такомиллаштириш йўллари.....	28
Бурханов А.У. Худойкулов Х.Х. Меликов О.М.	Молия бозорини тартибга солишнинг илмий-назарий ва амалий жиҳатлари.....	39
Шермухамедов Б.У.	Рақамли иқтисодиёт шароитида банк хизматларини янада такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари.....	48
Муродова Д.Ч.	Тижорат банкларига жалб қилинган аҳоли омонатларини банк даромадларига таъсирини баҳолаш.....	52
Муродов Б.Х.	Ўзбекистон Республикасида қишлоқ хўжалиги ишлаб чиқарувчиларига микромолиявий хизматлар кўрсатишнинг замонавий ҳолати.....	57
Шукуров А.Ш.	Муқобил молияштириш бозорининг пайдо бўлиши ва ривожланиш тарихи.....	63
	Тижорат банкларида банкротлик аломатларини диагностикасини амалга ошириш методологиясини такомиллаштириш.....	67

ИННОВАЦИЯ ВА ИНВЕСТИЦИЯ ИННОВАЦИИ И ИНВЕСТИЦИИ

Абдувалиев А.А.	Инновацион жараёнларни ривожлантиришда инвестицияларнинг аҳамияти.....	73
Эрматов Н.Т.	Худуд инвестицион салоҳиятини баҳолашнинг услубий асослари хусусида.....	77
Назарматов О.С.	Худудларда соғлиқни сақлаш тизимида инновацион фаолиятни бошқаришнинг концептуал асослари.....	82

МЕХНАТ ИҚТИСОДИЁТИ ВА ИЖТИМОЙ СОҲА ЭКОНОМИКА ТРУДА И СОЦИАЛЬНАЯ СФЕРА

Асрақулов А.С.	Ўзбекистонда аҳоли бандлигидаги тенденцияларнинг эконометрик тадқиқи.....	86
Набиев О.А.	Ўзбекистонда аҳолини беқарор иш билан бандлиги ва унинг шаклланиши.....	90
Жабборов И.И.	Фуқаролар эмас, хужжатлар ҳаракатланади.....	96

САНОАТ ИҚТИСОДИЁТИ ЭКОНОМИКА ПРОМЫШЛЕННОСТИ

Загребельская М.В.	Особенности интегрированного планирования цепочки поставок нефтедобывающей компании.....	102
Убайдуллаев Ш.Б.	Саноат корхоналари менежментида ERP тизимидан фойдаланиш самарадорлигини ошириш.....	108
Қосимов А.А.	Сурхондарё вилояти саноат тармоқлари ривожланишини эконометрик моделлар асосида иқтисодий баҳолаш.....	113

8. Mundell R.A. (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates". *Canadian Journal of Economics and Political Science* 29: 475-485.
9. Stiglitz, J.E. (2002) *Who Lost Russia? Globalization and Its Discontents*, New York, W.W. Norton, 133165, 258261.
10. Svensson L. E. (1999). *Open Economy Inflation Targeting*. *Journal of International Economics* 50(1): 155-83.
11. Taylor J.B. (1999). *The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules*. Presented in the Third Annual International Conference of the Central Bank of Chile on "Monetary policy: Rules and Transmission Mechanisms" September, 1999.
12. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг статистик бюллетени 2018 йил. www.cbu.uz
13. Ўзбекистон Республикаси Статистика Қўмитасининг расмий сайти www.stat.uz
14. Жаҳон Банкнинг расмий сайти <https://data.worldbank.org/indicator/ne.imp.gnfs.zs>
15. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки расмий сайти <http://cbu.uz/ru/arkhiv-kursov-valyut/> маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

МОЛИЯ БОЗОРИНИ ТАРТИБГА СОЛИШНИНГ ИЛМИЙ-НАЗАРИЙ ВА АМАЛИЙ ЖИҲАТЛАРИ

**Бурханов Ақтам Усманович –
Тошкент давлат иқтисодиёт университети
«Молия ва солиқлар» кафедраси профессори, и.ф.д.
Худойкулов Хуршид Хуррамович –
Тошкент давлат иқтисодиёт университети
«Молия ва солиқлар» кафедраси доценти, PhD**

Аннотация: Мақолада молия бозорини тартибга солишнинг илмий-назарий жиҳатлари тадқиқ қилинган ва Ўзбекистонда молия бозорини тартибга солиш билан боғлиқ бўлган муммолар аниқланган ҳамда уларни бартараф этишга қаратилган илмий таклифлар ишлаб чиқилган. Шунингдек, мамлакатамизда молия бозорини тартибга солишнинг имкониятлари ва афзалликлари асосланган.

Таянч сўзлар: молия бозори; молия бозорини тартибга солиш; қимматли қоғозлар; инвестиция; Еврооблигация; фонд биржаси; даромадлилик, капитал.

Аннотация: В статье исследованы научно-теоретические аспекты регулирования финансового рынка и определены проблемы связанные с регулированием финансового рынка в Узбекистане, а также выработаны научные предложения по решению этих проблем. Кроме того, обоснованы возможности и преимущества регулирования финансового рынка в республике.

Ключевые слова: финансовый рынок; регулирование финансового рынка; ценные бумаги; инвестиции; Еврооблигация; фондовая биржа; прибыльность; капитал.

Abstract: The article shows that the scientific and theoretical points were identified regulation of the financial market and the relating the financial market issues were found and it's solve in these problems according to this, scientific suggestion was given to tackle relating to the issue. In addition to this, the chances and preferences were provided the regulation of the financial market in our country.

Key words: financial market; financial market regulation; securities; investments; Eurobonds; stock Exchange; profitability; capital.

Хорижий давлатлар амалиётига кўра, молия бозори ривожланиши мамлакат иқтисодий ўсишига сезиларли даражада таъсир кўрсатади. Айниқса, глобллашув жараёнлари тезлашиб бораётган ҳозирги даврда йирик инвестиция компаниялари ўз маблағларини ривожланган мамлакатларга нисбатан ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётига икки баробар кўпроқ йўналтирмоқда. Юқори суръатлар билан ривожланаётган мамлакатларда инвестиция оқимининг ўсишига қарамай, фонд бозорларини капиталлашуви, шаффофлик, ликвидлилик, қимматли қоғозлар нархларининг ўзгарувчанлиги, транзакция харажатларининг юқорилиги молия бозорини

тартибга солишнинг оптимал усулидан фойдаланиш жараёнини қийинлаштирмоқда. Ҳозирги кунда ривожланаётган мамлакатлар молия бозорларининг капиталлашув даражаси ошиб бормоқда. Хусусан, 2017 йил ҳолатига мазкур кўрсаткич Тайванда 16,8 фоизга, Таиландда 15,7, Жанубий Кореяда 25,1, Индонезияда 22,6, Туркияда 42,6, Польшада 21,1 фоизга ўсган[9]. Бу эса, ўз навбатида, мазкур мамлакатлар молия бозорини тартибга солишнинг энг яхши усулидан фойдаланиш зарурлигини намоён этади.

Ўзбекистонда ҳам молия бозорини ривожлантириш борасида кенг қамровли ишлар олиб борилмоқда. Жумладан, ке-

йинги йилларда мамлакатда молия бозорини ривожлантиришнинг институционал асослари яратилди. Бироқ, мамлакатда молия бозорини ривожлантириш бўйича мустақил давлат органининг мавжуд эмаслиги, фонд бозори фаолиятининг самарали йўлга қўйилмаганлиги, хусусан, фонд бозори активларини баҳолаш механизмнинг такомиллашмаганлиги сингари ҳолатлар мазкур соҳадаги имкониятлардан тўлиқ фойдаланишга тўсқинлик қилмоқда. Шу сабабли, 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясининг “Фаол тадбиркорлик, инновацион ғоялар ва технологияларни қўллаб-қувватлаш йили”да амалга оширишга оид давлат дастурида “фонд бозорини ривожлантириш, соҳада давлат бошқарувини тубдан ислоҳ қилиш ва давлат органларининг бир-бирини такрорловчи, ортиқча назорат функцияларини бекор қилиш ҳамда молия бозори учун ягона давлат органини ташкил этиш”[1] вазифаси алоҳида белгилаб берилди.

Юқоридаги вазифаларни бажариш мақсадида мамлакатимиздаги молия бозорини тартибга солиш тизимини такомиллаштириш, молия бозорини тартибга солишдаги муаммоларни аниқлаш ва уларни бартараф этишга қаратилган чора-тадбирларни ишлаб чиқиш бугунги кунда долзарб аҳамият касб этади.

Молия бозорини давлат томонидан тартибга солишга қаратилган бир қатор тадқиқот ишлари олиб борилган.

Тадқиқотларга кўра, молия бозорларини тартибга солиш бўйича энг муваффақиятли тажриба – бу АҚШ молия бозори бўлиб, ушбу бозорда ўзини-ўзи бошқариш дастлабки ихтисослаштирилган бозорлар ташкил этилгунча давом этган[2]. Бунда фонд биржаси кўринишидаги ўз-ўзини тартибга солувчи ташкилотлар эркин тарзда юзага келган. Дунёдаги энг йирик ҳисобланадиган Нью-Йорк фонд биржаси 2006 йилда тижоратлашгунигача (яъни, ўз мақомини нотижоратдан тижоратга ўтказгунча) ўз-ўзини тартибга солиш асосида фаолият юритган[2]. Аммо, ушбу жараёндан сўнг ҳам, 1997 йилда молия бозорларида ўзини ўзи тартибга солишни бутунлай тугатиб, унинг ўрнига мегарегулятор ташкил этган Буюк Британиядан фарқли равишда, АҚШда ўз-ўзини тартибга солиш тамойи-

лидан бутунлай воз кечилгани йўқ, балки биржадан мустақил бўлган бошқа шаклдаги ўзини ўзи тартибга солувчи умумий FINRA ташкил этилди.

Бир қатор иқтисодчи олимлар тадқиқотлари кўрсатадики [7, pp. 337-349], мамлакат ривожланиши ва макроиқтисодий барқарорлигини таъминланишини кучли молия бозорисиз тасаввур этиш мумкин эмас. Шу сабабли, молия бозорини ривожлантиришнинг муҳим шартларидан бири уни давлат томонидан тартибга солишнинг ўз-ўзини бошқариш элементларидан иборат самарали механизмларини шакллантириш ҳисобланади. Демак, давлат томонидан тартибга солишда молия бозорини ривожланишига таъсир қиладиган баҳолаш кўрсаткичларини шакллантириш муҳим аҳамиятга эга.

Россиялик иқтисодчи олим О.В. Зонова фикрига кўра [5, с.117], молия бозорини давлат томонидан тартибга солиш – бу давлатнинг барча молия бозорлари иштирокчилари фаолияти ва улар ўртасидаги операцияларни тартиблаштиришга қаратилган таъсири. Муаллиф ёндашувига кўра, молия бозорига давлатнинг таъсири қуйидаги шаклларда амалга оширилиши мумкин:

1) Тўғридан-тўғри (маъмурий) таъсир қилиш орқали. Бу бозорда профессионал фаолиятни лицензиялаш; молиявий инструментларнинг ҳаракати ва савдосига оид ягона қоидаларни белгилаш; бир хил ахборот таъминоти; қимматли қоғозлар эмиссиясини мажбурий рўйхатдан ўтказиш; қонунларга риоя қилмаслик учун санкциялар тизими ва бошқалар орқали намоён бўлади.

2) Билвосита (иқтисодий) тартибга солиш орқали. Бунда давлат ва бозор иштирокчилари ўртасидаги муносабатлар солиқ, пул-кредит ва бюджет сиёсати ва бошқалар орқали тартибга солинади.

Даррелл Даффи [6, pp. 81-106] тадқиқотларида йирик ва инвестицион банкларнинг давлат томонидан назоратсиз қолганлиги, бозорни ўз-ўзини тартибга солувчи органларга ҳаддан зиёд давлатнинг ишонганлиги молия бозорини тартибга солиш тизими бузилганлигини кўрсатади. Муаллифнинг фикрига кўра, молия бозорини тартибга солишда давлат томонидан тартибга солиш механизми, яъни молия бозоридаги рискларни камайтишига

ва унинг инфратузилмасини ривожланишига ҳамда молия бозоридаги йирик молия институтларининг бозордаги капиталлашуви яхшиланишига олиб келади.

Фредерик С. Мишкин ва Стэнли Г. Икинслар [3, р.476] молия бозори иштирокчилари ҳисобланган молиявий институтларни давлат томонидан тартибга солишга тўхталиб, уни АҚШ мисолида кўрсатишган. Муаллифлар фикрига кўра, молия бозорини тартибга солишда ассиметрик ахборот муаммоларига эътиборини қаратиб, молия бозорида банкларнинг қимматли қоғозларини эмиссия қилишда институтчионал инвесторлар учун банкларнинг ахборотлари торанспарентлиги таъминланиши лозим. Бундан ташқари, молия бозоридаги иштирок этаётган йирик банкларнинг Базел битими талабларидан келиб чиққан ҳолда банклар молия бозоридаги капитали шакллантириш керак.

Молиявий тартибга солишнинг ташкилий тузилмасини ислоҳ қилиш истиқболларини баҳолаётган экан, бир қатор иқтисодчи олимлар [4, с. 63-68], молия бозоридаги муайян камчиликларни бартараф этувчи тартибга солиш органларининг структурасини босқичма-босқич ўзгартириш мақсадга мувофиқлигини эътироф этади. Шунингдек, молия бозорида тартибга солувчиларга берилган кенг ваколатлар ва алоҳида молия муассасаларига таъсири, тартибга солувчининг ўзи шаффофлигини ва юқори даражадаги ҳисобдорлигини таъминловчи мустақкам механизмлар билан тўлдирилиши керак. Бу тартибга солувчилар фаолиятига ишончни таъминлаш ва молия бозорида рақобат муносабатларини мустақкамлаш учун муҳимдир.

Молия бозорини давлат томонидан тартибга солишнинг асосий усуллари билан бу бозорда фаолият юритиш учун меъёрий-ҳуқуқий базани яратишдир, чунки ушбу база молия бозорида асосий қоидаларни аниқ белгилаб беради [8, с. 434-435]. Меъёрий-ҳуқуқий база бир қатор қонунлар, қонун ости ҳужжатлари ва бошқа норматив ҳужжатларни ўз ичига олади.

Молия бозорини тартибга солиш тизимининг объектлари бозор иштирокчилари ҳисобланади, яъни эмитентлар, инвесторлар ва иқтисодиётнинг турли хил ҳўжалик юритувчи субъектлари ўртасида бўш пул маблағларини тақсимлаш ва маб-

лағларни тежаш вазифасини ҳал қилиш зарурияти туфайли турли функцияларни бажарадиган молия институтлари.

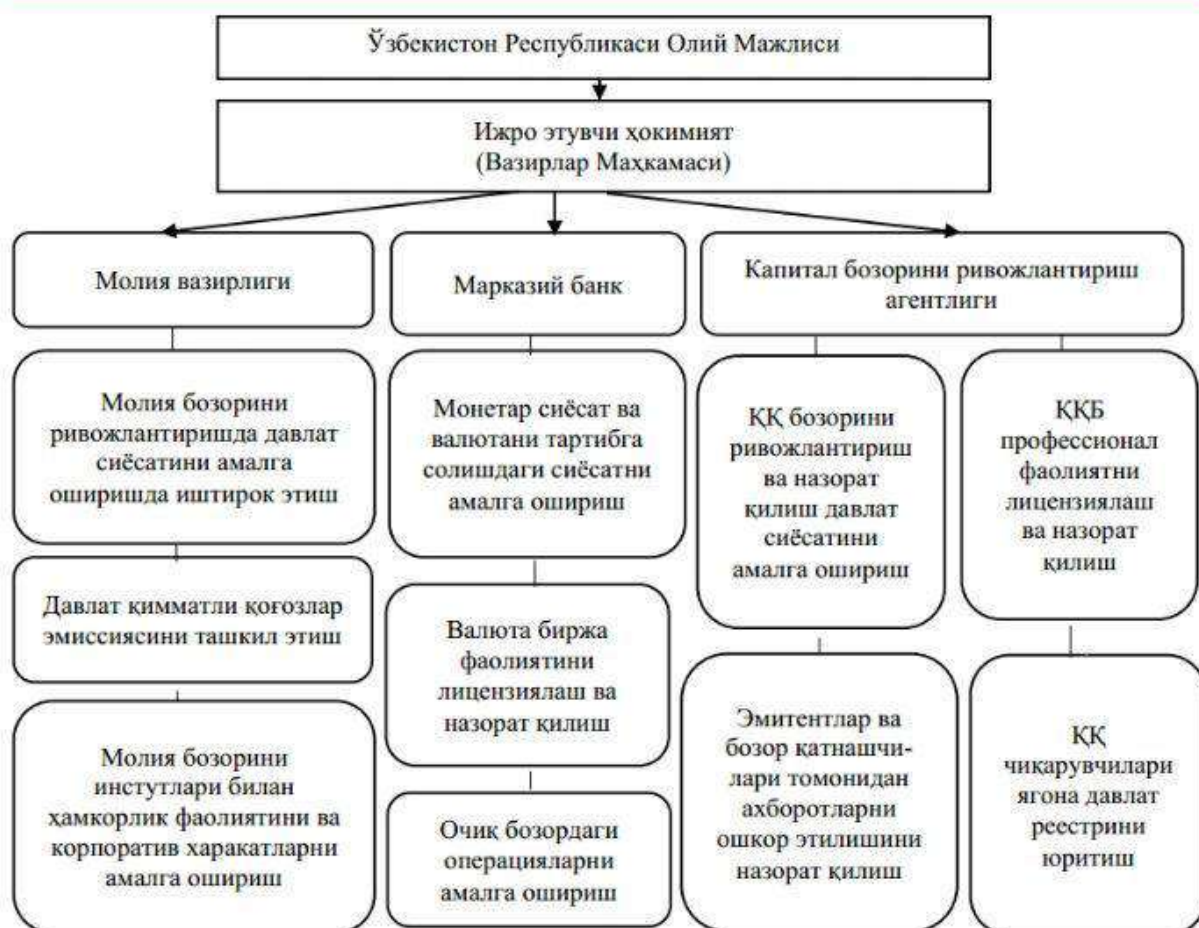
Тадқиқотлардан кўриниб турибдики, фикримизча, молия бозорини давлат томонидан тартибга солиш ва ривожлантириш, биринчидан, мамлакат иқтисодиёти рақобатбардошлигини таъминлашнинг самарали механизмларидан бири ҳисобланади; иккинчидан, миллий иқтисодиётга инвестициялар оқимини кўпайтиради ва иқтисодий ўсишга сезиларли ҳисса қўшиши мумкин.

Ўзбекистонда молия бозорини тартибга давлат органлари сифатида Молия вазирлиги, Марказий банк ҳамда Ўзбекистон Республикасини капитал бозорини ривожлантириш агентлиги каби давлат муассасаларини кўриш мумкин. Шунингдек, Давлат солиқ қўмитаси мамлакатда қимматли қоғозлар билан боғлиқ амалиётларни солиққа тортиш масаласида ва бозор фаолиятини билан боғлиқ меъёрий ҳужжатларни амалдаги қонунчиликка мос келиши назорат қилишда иштирок этади (1-расм).

Бунда Молия вазирлиги молия бозорини ривожлантириш учун давлат сиёсатини амалга оширишда асосий орган сифатида иштирок этади. Вазирлиқнинг давлат қимматли қоғозлари бозори ва молия институтлари билан муносабатлар бошқармаси давлат қимматли қоғозлар билан боғлиқ муносабатларни тартибга солади.

Мазкур бошқарманинг асосий вазифаси этиб, қимматли қоғозларни эмиссиясини ташкил этиш ҳамда молия бозори институтлари билан ўзаро ҳамкорлик фаолиятини ва корпоратив ҳаракатларни амалга ошириш белгиланган.

Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги молия бозорини тартибга солишда давлат қимматли қоғозлари эмиссия қилиб, давлат сиёсатини амалга оширади. Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳамда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг қарорига асосан 2018 йил 13 июндаги "Ўзбекистон Республикасининг давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини жойлаштириш, муомалада юритиш ва тўлаб бериш тартиби тўғрисидаги" 1327-сонли низомга асосан давлат қимматли қоғозлари эмиссияни амалга оширади.



1-расм. Молия бозорини тартибга солувчи давлат органлари

Манба: Муаллифлар томонидан тузилган.

Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги томонидан ҳужжатсиз шаклда (электрон шаклида ҳисоб рўйхатида олиб бориладиган ёзувлар кўринишда) чиқариладиган, бир йилдан беш йилгача муомалада бўладиган, уларнинг эгаларини пул маблағларини Ўзбекистон Республикаси Давлат бюджетига киритганлигини тасдиқловчи ва номинал қийматида тўлаб бериладиган ва белгилаб қўйилган фоизларни даромад кўринишида оладиган номинал қиймати давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини қимматли қоғозларига эгалик қилиш муддатида давлат қимматли қоғози ҳисобланади.

Марказий банк – эмитент-Молия вазирлиги номидан давлат бюджетига маблағлари ҳисобига Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини жойлаштирилиши ва тўланиши бўйича агентлик функцияларини бажаради.

Инвестор – давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини эгалик ва бошқа моддий ҳуқуқий асосда харид қилувчи Дилер бўлмаган исталган юридик шахс. Инвестор давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини сотиб олиш учун амалдаги қонунчиликка асосан дилер билан хизмат кўрсатиш бўйича шартнома тузиши лозим.

Ўзбекистон Республикаси валюта биржаси – Ўзбекистон Республикаси Марказий банки билан тузилган шартнома билан ваколатланган, давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари билан савдо қилиш учун, шу жумладан, аввалдан белгиланган жой ва муддатларда ўрнатилган маълум қоидалар асосида оммавий ва очиқ биржа савдоларини ташкиллаштириш ва ўтказиш орқали Савдо тизимини тақдим этиш учун шартлар яратувчи юридик шахсдир.

Ўзбекистонда давлат қимматли қоғозларини эмиссия ва уларнинг жойлаштирилиши ҳажми 2-расм ўз аксини топган.



2-расм. Ўзбекистон Республикасида давлат қимматли қоғозларни чиқарилиш ва жойлаштириш ҳажми (26.12.2018 й. - 12.06.2019 й.)

Манба: Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланган.

2-расм маълумотлари шунинг кўрсатадики, 2018 йилнинг 26-28 декабрь кунлари Молия вазирлиги Марказий банк билан биргаликда давлат қимматли қоғозлари билан операцияларни амалга ошириш амалиётини қайта йўлга қўйиб, Молия вазирлиги томонидан давлат қимматли қоғозлари бир миллион сўмлик номинал қийматида 6 ойлик, 1 йиллик ҳамда 3 йиллик муддатлар учун муомалага чиқарилди.

2018 йил 26 декабр куни Молия вазирлиги Марказий банк билан биргаликда Ўзбекистон Республика валюта биржасида муомала даври 6 ой бўлган (дисконтли) 1 млн. сўм номинал қийматга эга умумий ҳажми 200 млрд. сўмлик 200 минг донда давлат қимматли қоғозларини жойлаштириш бўйича аукцион ўтказилди. Аукционда 10 та дилер иштирок этиб, улар томонидан 223 млрд. сўм ҳажмида 239 270 донда рақобатли буюртмалар таклиф этилди. Аукцион давомида 184,1 млрд.сўм миқдоридаги 197 100 донда қимматли қоғозлар жойлаштирилди (чиқарилиш умумий ҳажмининг 98,5 фоизи). Қимматли қоғозларни сўндириш куни (2019 йил 26 июнь) аукционда жойлаштирилган давлат қимматли қоғозларнинг сўндириладиган умумий ҳажми 197,1 млрд. сўмни ташкил этади.

Қимматли қоғозларнинг ўртача тортилган даромадлиги йиллик 14,1 фоизни ташкил этди, бунда минимал даромадлиқ даражаси – 13,7 фоизни ва чегара

нархи бўйича максимал даромадлилик даражаси – 15,1 фоизни ташкил этди.

Таҳлиллар шунинг кўрсатадики, жорий йилнинг 19 февраль куни Марказий банк томонидан Молия вазирлиги билан биргаликда Ўзбекистон Республика валюта биржасида муомала даври 12 ой бўлган 1 млн. сўм номинал қийматга эга, умумий ҳажми 60 млрд. сўмлик 60 минг донда давлат қимматли қоғозларини жойлаштириш бўйича аукцион савдолари ўтказилди. Қимматли қоғозлар бўйича фоиз тўловлари ҳар чорак амалга оширилади. Аукционда 8 та дилер иштирок этиб, улар томонидан 123,3 млрд. сўм ҳажмидаги 122 039 донда облигацияни сотиб олиш учун рақобатли буюртманомалар таклиф этилди.

Аукцион давомида 60 000 донда қимматли қоғозлар 60,9 млрд. сўм қийматида жойлаштирилди (чиқарилиш умумий ҳажмининг 100 фоизи). Қимматли қоғозларни сўндириш куни (2020 йил 19 февраль) аукционда жойлаштирилган давлат қимматли қоғозларнинг сўндириладиган умумий ҳажми 69 млрд.сўмни ташкил этади.

Қимматли қоғозларнинг ўртача тортилган даромадлиги йиллик 13,33 фоизни ташкил этди, бунда минимал даромадлиқ даражаси – 12,20 фоизни ва чегариш нарх бўйича максимал даромадлиқ даражаси – 13,81 фоизни ташкил этди.

2019 йил 5 март куни Марказий банк томонидан Молия вазирлиги билан бирга-

ликда Ўзбекистон Республика валюта биржасида муомала даври 12 ой бўлган 1 млн.сўм номинал қийматга эга, умумий ҳажми 30 млрд.сўмлик 30 минг дона давлат қимматли қоғозларини жойлаштириш бўйича аукцион савдолари ўтказилди. Қимматли қоғозлар бўйича фоиз тўловлари хар чорак амалга оширилади. Аукционда 2 та дилер иштирок этган бўлиб, улар томонидан 30,0 млрд.сўм ҳажмидаги 30 000 дона облигацияни сотиб олиш учун рақобатли буюртманомалар таклиф этилди. Аукцион давомида 30 000 дона қимматли қоғозлар 30,02 млрд.сўм қийматида жойлаштирилди (чиқарилиш умумий ҳажмининг 100 %). Аукционда жойлаштирилган давлат қимматли қоғозларнинг сўндириладиган умумий ҳажми 34,5 млрд.сўмни ташкил этади.

Қимматли қоғозларнинг ўртача тортилган даромадлилиги, минимал даромадлилик даражаси ҳамда чегириш нарх бўйича максимал даромадлилик даражаси йиллик 14,94 фоизни ташкил этди. 2019 йил 8 ва 15 май кунлари бир йиллик Давлат қимматли қоғозларини бирламчи жойлаштириш юзасидан ўтказилган электрон савдолар ўтказилиб, бир йиллик Давлат қимматли қоғозларининг ўртача тортилган даромадлилиги 10,47 %ни (облигация нархи ўз номинал қийматига нисбатан 104,1 %) ташкил этиб, жорий йилнинг феврал-март ойларидаги 12,94 % - 14,94 % даражасидаги бенчмарк янгиланди. Аукционлар якунида бир йиллик Давлат қимматли қоғозларининг сотиб олиш бўйича қабул қилинган буюртмалар сони таклифга нисбатан 5 барабар кўп бўлди. Хусусан, 8 ва 15 май кунлари ўтказилган аукционда 100 млрд. сўм миқдоридаги облигацияларни сотиб олиш учун мос равишда 504 млрд. сўм ва 479 млрд. сўмга тенг буюртмалар келиб тушган).

Жорий йилнинг 12 июнь куни Марказий банк томонидан Молия вазирлиги билан биргаликда Ўзбекистон Республика валюта биржасида муомала даври 24 ой бўлган 1 млн. сўм номинал қийматга эга, умумий ҳажми 100 млрд. сўмлик 100 минг дона давлат қимматли қоғозларини жойлаштириш бўйича аукцион савдолари ўтказилди. Қимматли қоғозлар бўйича фоиз тўловлари хар чорак амалга оширилди. Аукционда 11 та дилер иштирок этган бўлиб, улар томонидан 339,8 млрд. сўм ҳажмидаги 315 000 дона облигацияни сотиб олиш

учун рақобатли буюртманомалар таклиф этилди. Аукцион давомида 100 000 дона қимматли қоғозлар 110,27 млрд.сўм қийматида жойлаштирилди (чиқарилиш умумий ҳажмининг 100 фоизи). Аукционда жойлаштирилган давлат қимматли қоғозларнинг сўндириладиган умумий ҳажми 129,9 млрд. сўмни ташкил этади.

Қимматли қоғозларнинг ўртача тортилган даромадлилиги йиллик 8,93 фоизни ташкил этди, бунда минимал даромадлилик даражаси – 8,54 фоизни ва чегириш нарх бўйича максимал даромадлилик даражаси – 9,08 фоизни ташкил этди.

Давлат қимматли қоғозларига бўлган талабнинг кескин ошиши ва бенчмаркнинг сезиларли даражада пасайиши молия бозорларида мазкур молиявий инструментларга талабнинг юқориликдиган далолат беради ҳамда қуйидаги омиллар таъсири билан изоҳланади:

- молия бозори иштирокчилари томонидан Давлат қимматли қоғозларига минимал рискга эга бўлган юқори ликвидли инвестиция инструменти сифатида ишончининг мустаҳкамланиши;

- масофавий автоматлаштирилган тизим орқали электрон савдоларнинг ўтказилиши натижасида реал рақобат муҳитининг шаклланиши ҳамда облигация баҳосини аниқлашда бозор механизмлари ўрнининг янада мустаҳкамланиши;

- ўтган ойларга нисбатан банк тизимидаги ликвидлиликнинг сезиларли даражада яхшиланиши, ўз навбатида, молиявий бозорлардаги ҳолатга ижобий таъсир кўрсатди ва Давлат қимматли қоғозларига бўлган талабни оширди;

- ички давлат қарзини самарали бошқариш ва маҳаллий молия бозорларини ривожлантириш мақсадида, келгусида Давлат қимматли қоғозларининг чиқарилиши молия бозорларидаги реал вазиятни инобатга олган ҳолда амалга оширилади. Бунда молия бозорларида муддати ва ҳажми жиҳатдан диверсификацияланган миллий валютадаги молия инструментларига юқори талаб мавжудлигига алоҳида аҳамият қаратилади;

- Давлат қимматли қоғозлари муддати ва ҳажмларини диверсификациялаш янги бозор иштирокчиларини жалб этиш ҳамда давлат қимматли қоғозлари бўйича даромад чизигини (бенчмарк) шакллантириш учун замин яратади. Ўз навбатида,

бенчмарк ўрта ва узоқ муддатли макро-иқтисодий кутилма ва рискларни тўғри баҳолаш имкониятини беради.

Шу ўринда, қайд этиш лозимки, халқаро инвесторлар томонидан миллий валютадаги Давлат қимматли қоғозларини сотиб олишга бўлган юқори қизиқиш ушбу молия бозори сегментининг ўсиши учун катта салоҳият мавжудлигидан далолат беради.

Банк тизимидаги ликвидиликнинг ой давомидаги сезиларли даражадаги мавсумий ўзгарувчанлигини инобатга олиб, Давлат қимматли қоғозлари чиқариш жараёнида келгусида ҳам Марказий банк билан яқин ҳамкорликда амалга оширилади. Мазкур амалиёт, ўз навбатида, ички давлат қарзининг самарали бошқариш билан бирга пул-кредит сиёсатининг таъсирчанлигини сақлаб туришга хизмат қилади.

Бугунги кунда Молия вазирлиги давлат қимматли қоғозларини эмиссия қилишдан ташқари халқаро кредит рейтингига ҳамда ўзбек бозори учун бенчмарк яратиш мақсадида еврооблигацияларни жойлаштирди.

Бенчмарк – бу бозорни баҳолаш учун олинган мўлжалдир. Мамлакатда иқтисодий ислохотлар олиб борилад экан, ҳокимият аҳоли ўртасида шаклланиб қолган кредитларни қабул қилмаслик стереотипи билан боғлиқ тўсиққа дуч келади.

Ҳукумат бундай ҳолатни еврооблигациялар жойлаштириб, шу асосда компаниялар учун кредит ориентирни яратиш асосида бартараф этиш мумкин, деб ҳисоблайди.

Хориждан қарз олиш йўли билан ҳукумат маҳаллий компаниялар учун намунага айланади ва уларни ўз бизнесларини кенгайтириш учун маблағларни фаол жалб қилишга ундайди. Шунингдек, кўплаб ишлаб чиқариш ва инфратузилма лойиҳаларини қўллаб-қувватлаши, янги иш ўринлари яратиши лозимлиги, бунинг учун молиялаштиришнинг муқобил манбалари муҳим ҳисобланади. Молия вазирлиги ўзбек бозори учун бенчмарк яратиш мақсадида 5 йиллик 500 миллион долларлик евробондларни 4,75 фоиздан, 10 йиллик 500 миллион долларлик евробондларни эса 5,375 фоиздан жойлаштирди.

Еврооблигацияни сўндириш муддати 2024 ва 2029 йил февраль ойлари этиб белгиланган. Еврооблигацияларни даромадлилигини 5,625-5,75 фоиз ҳамда 6 фоиз миқдорида белгиланган эди, аммо талабнинг юқорилиги сабабли фоиз ставкалари қайта кўриб чиқилиб, улар мос равишда 4,75 % ва 5,3 % гача туширилди. Жойлашув талабга жавоб берадиган ва яхши диверсификация қилинган бўлиб чиқди, чунки институционал инвесторлардан 3,8 миллиард долларлик 150 га яқин таклиф қабул қилинди.

Географик нуқтаи назардан британиялик инвесторлар 5-10 йиллик облигацияларнинг 39 % ва 32 фоизини, америкаликлар 23 % ва 31 фоизини харид қилдилар. Континентал Европа инвесторлари 32 % ва 37 фоизига эга бўлишди, қолган 6 % ва 10 фоизи эса Осиё, Яқин Шарқ ва Шимолий Африка инвесторлари томонидан сотиб олинди.



2-расм. Ўзбекистон Республикасининг 5 йиллик еврооблигациясининг бозор даромадлилиги динамикаси [11].

Облигацияларнинг аксариятини (75% ва 78%) бошқарув фондлари, суғурта компаниялари ва пенсия фондлари (20% ва 16 %) ҳамда банклар (5-6 %) харид қилди.

Ўзбекистон Республикаси 5 йиллик еврооблигацияларининг Лондон фонд биржасига олди сотдиси амалга оширилган бўлиб, купон даромадининг 4,75 фоизни ташкил этган. Бозор даромадлигиги эса, 4,12 фоизни ташкил этмоқда. Еврооблигациянинг номинал баҳоси 1000 долларни ташкил этади ва улар 2024 йил 20 февралда сўндирилади.

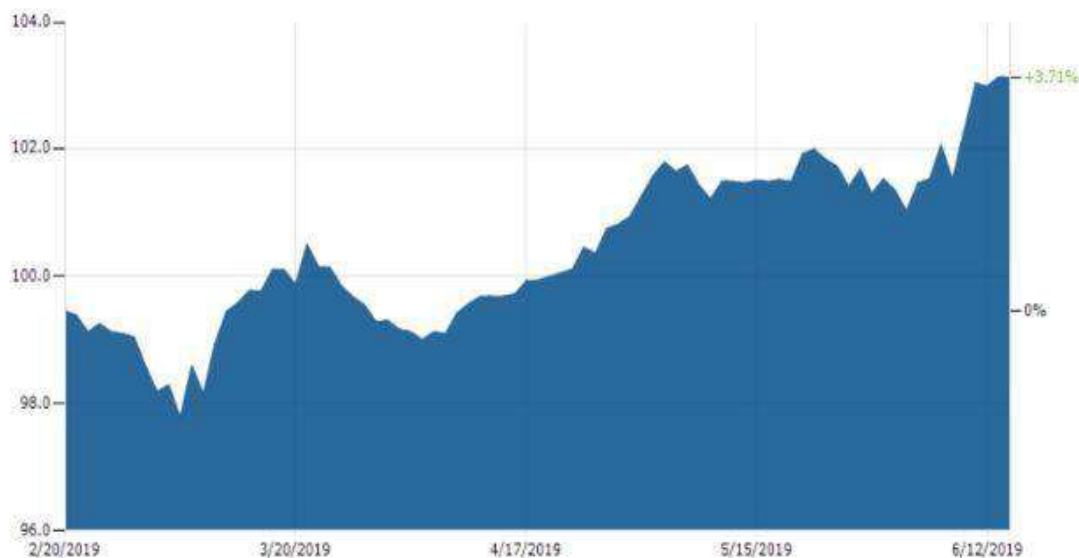
Еврооблигациялар Лондон фонд биржасига жойлаштирилгандан сўнг, унинг бозор даромадлиги шакллантирилди. Ўзбекистон еврооблигацияларнинг бозор даромадлиги тенденциясини 2-расмда акс этирилган.

2-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, 5 йиллик еврооблигацияларнинг бозор даромадлиги 103,08 фоизни ташкил

этноқда. 2019 йил 20 февралда жойлаштирилган пайтида ушбу қимматли қоғознинг даромадлиги деярли 100 фоизни ташкил этган. Бу ҳолат шуни англатадики, ушбу қимматли қоғозлар 2019 йил феврал ойига нисбатан 2019 йил июн ойида даромадлиги юқори эканлиги кўриниб турибди.

Мазкур қимматли қоғозларининг бозор даромадлигиги ўсиши хорижий инвесторларни ва халқаро молия ташкилотларининг 5 йиллик еврооблигациянинг иккиламчи сотиб олишга қизиқиши ортишига олиб келади.

Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, 5 йиллик еврооблигацияларнинг бозор даромадлиги 3,08 фоизга ошганлиги хорижий молиявий инвесторлар ушбу қимматли қоғозларни сотиб олишга интилоқда. Ўзбекистоннинг 10 йиллик еврооблигацияларнинг динамикаси 3-расмда ўз аксини топган.



3-расм. Ўзбекистон Республикасининг 10 йиллик еврооблигациясининг бозор даромадлиги динамикаси [11]

3-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, 10 йиллик еврооблигацияларнинг бозор даромадлиги 103,80 фоизни ташкил этмоқда. 2019 йил 20 февралда жойлаштирилган вақтида ушбу қимматли қоғознинг даромадлиги деярли 100 фоизни ташкил этган. Бу ҳолат шуни англатадики, ушбу қимматли қоғозлар 2019 йил феврал ойига нисбатан 2019 йил июн ойида даромадлиги юқори эканлиги кўриниб турибди.

Мазкур қимматли қоғозларининг бозор даромадлигиги ўсиши хорижий инвесторларни ва халқаро молия ташкилотларининг 10 йиллик еврооблигациянинг иккиламчи сотиб олишга қизиқиши ортишига олиб келади.

Айтиш мумкинки, 10 йиллик еврооблигацияларнинг бозор даромадлиги 3,71 фоизга ошганлиги хорижий молиявий инвесторлар ушбу қимматли қоғозларни сотиб олишга интилоқда. 10 йиллик ва 5 йиллик еврооблигацияларнинг бозор даро-

маддилиги солиштирганимизда 10 йиллик еврооблигациянинг даромадлилиги даражаси юқори эканлигини кўришимиз мумкин.

Хулоса сифатида таъкидлаш мумкинки, молия бозорини тартибга солишда Молия вазирлиги давлат қимматли қоғозларни эмиссия қилиш орқали тартиб солиш билан бирга давлат сиёсатини амалга оширади. Бундан ташқари, Молия бозорини институтлари билан ҳамкорлик фаолиятини ва корпоратив ҳаракатларни амалга оширади. Демак, Ўзбекистон евробондни жойлаштиришдан қуйидаги афзалликларга эга бўлди:

Биринчидан, Ўзбекистонни жаҳон молия бозорига танитади ва хорижий инвесторларни жалб қилишга ёрдам берди. Ҳозирги кунда ҳукумат томонидан чет эл инвесторларини Ўзбекистонга жалб этиш учун сезиларли даражада ҳаракатлар олиб борилмоқда. Аммо, инвесторларни жалб қилиш учун Ўзбекистон ҳақида очиқ манбаларда маълумотлар етарли эмас.

Евробонд чиқарилганда Ўзбекистон ҳақида эмиссия проспекти инвесторларга тақдим қилинади ва бу ҳужжат Ўзбекистон ҳақида кенг кўламда, чуқур таҳлил этилган иқтисодий-молиявий кўрсаткичларни ўз ичига олади. Бундан ташқари, евробонд учун муҳим бўлган суверен рейтинг орқали Ўзбекистоннинг кредит қобилияти тўғрисида дунё тан олган рейтинг агентликлари томонидан берилган мустақил баҳога эга бўлишади.

Шу ўринда, маркетинг ҳам муҳим аҳамият касб этади. Дунёнинг молия марказлари (Лондон, Нью Йорк, Бостон, Лос Анжелес, Сан Франциско, Гонг Конг, Сингапур)да инвесторлар билан юқори даражадаги учрашувлар ёки «роудшоу» ҳам юзлаб инвесторларга Ўзбекистон ҳақида тўғридан-тўғри маълумотлар бериш имкониятини берди.

Иккинчидан, йирик ва узоқ муддатли инвестицияларни молиялаштириш манбаи ҳисобланади. Евробонд катта ҳажмда ва чет эл валютасида маблағларни ўрта ва узоқ муддат билан (30 йилгача) жалб қилишга хизмат қилади. Масалан, Ўзбекистон каби суверен эмитентлар учун ҳар бир евробонд ҳажми АҚШ доллари ҳисобида 500 миллион ва ундан юқори бўлиши мумкин. Бу маблағларни Ўзбекистонда истал-

ган соҳадаги керакли лойиҳаларга йўналтириши мумкин.

Учинчидан, инвесторлар доирасини кенгайтириш ва инвестиция манбаларини диверсификация қилиш имкониятини беради. Ўзбекистонда жалб этилган кредитларнинг асосий қисми халқаро молия институтлари ва бошқа расмий ташкилотлар зиммасига тўғри келмоқда. Бундай кредитлар одатда имтиёзли ва паст фоиз ставкаларида берилади, аммо буларнинг ҳажми, ишлатиш йўналишлари ва муддати чекланган бўлиб, кўп ҳолларда давлатга қўшимча шарт ва мажбуриятлар юкланади. Евробондни эса бир ёки икки эмас, юзлаб инвесторлар сотиб олишади ва одатда, аксарияти хусусий сектор ҳисобланган инвесторлар халқаро молия институтлари каби шарт ва мажбурият қўйишмайди.

Тўртинчидан, барқарор иқтисодий сиёсат юритиш барометри ҳисобланади. Евробонд чиқариш орқали Ўзбекистон ҳукумати иқтисодий ривожланиш, барқарор монетар ва фискал сиёсат юритишга тайёр эканини жаҳон инвесторларига намоиш қилади.

Шуни таъкидлаб ўтиш жоизки, иккиламчи бозорда евробонд нархлари тушиб, фоиз ставкалари ошиб кетмаслиги учун мамлакатда ижобий ривожланишни давом эттириш муҳим рол ўйнайди. Агарда нотўғри иқтисодий сиёсат олиб борилиб, мамлакатнинг иқтисодий ёки молиявий салоҳияти пасайса, бу мамлакат чиқарган евробондларга талабни камайтириб, уларнинг нархларига салбий таъсир этиши мумкин.

Бешинчидан, Ўзбекистоннинг корпоратив (банк) эмитентларига қулайлик яратади. Суверен евробонд Ўзбекистоннинг йирик банклари ва компанияларининг жаҳон молия бозорига чиқишларини маълум даражада осонлаштиради ва улар учун суверен "бенчмарк" яратиб беради. Корпоратив евробондлар чиқариш жараёни Ўзбекистон корхоналаридан ўта юқори стандартларда молиявий ҳисоботни ҳамда бизнес учун имконият ва хатарларни очиқлашни талаб этади. Бу жараёнда мустақил рейтинг агентликлари, аудитор, юридик фирмалар, инвестицион банклар ва халқаро биржа вакиллари фаол иштирок этиб, корхона-эмитентнинг кредит ҳолатини чуқур ва кенг қамровли таҳлил этишади. Шу билан бирга, давомли ҳисобот мажбурияти

ва иккиламчи бозордаги Евробонд нархи масъул ширкат раҳбарларини самарали фаолиятга ундайди.

Хулоса қилиб айтганда, евробонд Ўзбекистон корхоналарида корпоратив

бошқарувни жаҳон даражасига олиб чиқишга туртки бўлади ва турли соҳаларга тўғридан-тўғри инвестициялар оқимида ижобий таъсир этади.

Манба ва адабиётлар:

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 17 январдаги "2017 – 2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича ҳаракатлар стратегиясини "фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили"да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида"ги ПФ-5635-сон фармони.
2. Aggarwal R. Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges/ R. Aggarwal, S. Dahiya // Электрон манба: <http://ssrn.com/abstract=859305>.
3. Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakins. 2015. Financial Markets and Institutions, 8th edition. –USA: Pearson. –p.476.
4. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие / Под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. -СПб.: Питер, 2013. — с. 63-68.
5. Зонова О.В. Финансовые рынки: учеб. пособие. – Кемерово: 2013. – с.117.
6. Duffie Darrell. 2019. Prone to Fail: The Pre-crisis Financial System // Journal of Economic Perspectives, 33 (1). –pp. 81-106.
7. Borys Yazlyuk, Anatoliy Guley, Ruslan Brukhanskyi, Hanna Shovkoplias, Tetiana Shvydka. Basic principles of financial markets regulation and legal aspects of the legislative requirements // Investment Management and Financial Innovations. Issue № 1/15, 2018. –pp. 337-349.
8. Финансовые рынки. Учебник / коллектив авторов; под ред. С.В. Брюховецкой, Б.Б. Рубцова. –Москва: КНОРУС, 2018. - с. 434-435.
9. <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>.
10. https://markets.businessinsider.com/bonds/usbekistan-republikdl-med-term_nts_201924regs-bond-2024-xs1953916290.
11. https://markets.businessinsider.com/bonds/usbekistan-republikdl-med-term_nts_201929_regs-bond-2029-xs1953915136.

РАҚАМЛИ ИҚТИСОДИЁТ ШАРОИТИДА БАНК ХИЗМАТЛАРИНИ ЯНАДА ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

**Меликов Отабек Махмадаминович –
Термиз давлат университети,
Денов филиали, мустақил тадқиқотчи**

Аннотация. Ушбу мақолада рақамли иқтисодиёт шароитида банк хизматларини янада ривожланишига таъсир кўрсатувчи омиллар таҳлил қилиниб, уни такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари ёритиб берилган.

Калит сўзлар: банк, иқтисодиёт, кредит, инфляция, диверсификация, бозор.

Аннотация. В данной статье анализируются факторы, влияющие на дальнейшее развитие банковских услуг в условиях цифровой экономики, и иллюстрируются основные направления ее совершенствования.

Калит сўзлар: банк, экономика, кредит, инфляция, диверсификация, рынок.

Аннотация. This article analyzes the factors influencing the further development of banking services in the context of digital economy, and outlines the main directions of its development.

Калит сўзлар: banking, economy, credit, inflation, diversification, market.

Тобора ривожланиб бораётган рақамли иқтисодиёт ва ноаниқлик шароитида иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини таъминлаш, банклар капиталлашувини янада ошириш, уларнинг инвестицион фаоллигини кучайтириш, банклардаги аҳоли омо-

натларини ҳимоялаш долзарб муаммолардан бўлиб қолмоқда.

Мазкур жараёндан асосий мақсад - аҳолининг банк тизимида бўлган ишончини янада мустаҳкамлаш, банк тизимида амалга оширилаётган ислохотларни изчил давом эттириш, пировард натижада эса -