

Элмирзаев Самариддин Эшкуватович,
Тошкент молия институти «Корпоратив молия
ва қимматли қоғозлар» кафедраси мудири,
иқтисод фанлари доктори, профессор
Бердиев Ўрол Жуманазар ўғли,
Тошкент молия институти «Корпоратив молия
ва қимматли қоғозлар» кафедраси ассистенти
Бўриев Жамшид Парда ўғли,
Тошкент молия институти мустақил
изланувчиси

МИЛЛИЙ КОРПОРАТИВ ОБЛИГАЦИЯЛАР БОЗОРИ: ЖОРИЙ ҲОЛАТ ВА ИСТИҚБОЛЛАР

УДК: 339.727.2

ЭЛМИРЗАЕВ С.Э., БЕРДИЕВ Ў.Ж-Ў., БЎРИЕВ Ж.П-Ў. МИЛЛИЙ КОРПОРАТИВ ОБЛИГАЦИЯЛАР БОЗОРИ: ЖОРИЙ ҲОЛАТ ВА ИСТИҚБОЛЛАР

Мазкур мақолада облигациялар, хусусан корпоратив облигацияларнинг молиявий таъминотдаги аҳамияти миллий ва халқаро даражада муҳокама қилинган. Маҳаллий ва хорижий олимларнинг мавзуга доир тадқиқот ишлари ҳамда миллий корпоратив облигациялар бозори жорий ҳолати таҳлил қилинган. Бунда умумий корпоратив облигациялар бозори ҳолатидан келиб чиққан ҳолда тижорат банки ва реал сектор корхоналари мисолида эмитентлар корпоратив облигацияларни муомалага чиқаришда эътибор қаратишлари лозим бўлган жиҳатлар аниқланган. Шунингдек, мамлакатимизда корпоратив облигациялар бозорини ривожлантириш орқали молия бозорида соғлом рақобатни юзага келтиришга доир хулосалар, илмий таклиф ва амалий тавсиялар келтирилган.

Таянч иборалар: облигация, корпоратив облигация, даромадлилик, эмитент, номинал баҳо, қайта молиялаш ставкаси.

ЭЛМИРЗАЕВ С.Э., БЕРДИЕВ У.Ж-У., БУРИЕВ Ж.П-У. НАЦИОНАЛЬНЫЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ

В статье обсуждается роль облигаций, особенно корпоративных облигаций, как источников финансирования на национальном и международном уровнях. Анализируются исследовательские работы местных и зарубежных ученых по теме и текущему состоянию национального рынка корпоративных облигаций. В то же время, учитывая общее состояние рынка корпоративных облигаций, аспекты, на которые следует обратить внимание эмитентам при выпуске корпоративных облигаций, рассматриваются на примере коммерческого банка и предприятий реального сектора. Приводятся выводы, научные предложения и практические рекомендации по созданию здоровой конкуренции на финансовом рынке за счет развития рынка корпоративных облигаций в нашей стране.

Ключевые слова: облигация, корпоративная облигация, доходность, эмитент, номинальная стоимость, ставка рефинансирования.

ELMIRZAYEV S.E., BERDIYEV U.J-U., BURIYEV J.P-U. NATIONAL CORPORATE BOND MARKET: CURRENT STATUS AND PROSPECTS

in the article is discussed the role of bonds, especially corporate bonds, as financing sources at the national and international levels. the research work of local and foreign scholars on the subject and the current state of the national corporate bond market are analyzed. at the same time, taking into account the general state of the corporate bond market, aspects that issuers should pay attention issuing corporate bonds are identified on the example of a commercial bank and a real sector enterprise. there are also made conclusions, and suggested scientific proposals and practical recommendations for the creation of healthy competition in the financial market through the development of the corporate bond market in the country.

Key words: bond, corporate bond, return, issuer, face value, refinancing rate.

Кириш. Бозор иқтисодиёти шароитида тадбиркорлик субъектлари ҳисобланган корхона ва ташкилотлар фаолиятининг узлуксизлиги, янги лойиҳаларни ишга тушириш молиявий таъминотга бевосита боғлиқ. Бошқа томондан бугунги кескин рақобат шароитида тадбиркорлик субъектларининг ўз маблағлари ҳар доим ҳам етарли бўлавермайди. Шу боисдан халқаро амалиётда масъулияти чекланган ва акциядорлик жамиятлари қарз капитали жалб қилиш орқали ҳам ўз фаолиятларини ривожлантиришга интиладилар.

Ўз навбатида қарз капитали орқали фаолиятни молиялаштириш мамлакатларда қарз инструментлари бозорининг ривожланиш ҳолатига бевосита боғлиқ. Хусусан кредит бозорига рақобатчи сифатида облигациялар бозорининг ривожланганлиги ҳам корпоратив молия, ҳам давлат молияси учун алоҳида муҳим аҳамият касб этади. Энг асосийси ўзаро рақобат асосида арзон капитал жалб қилиш тадбиркорлик субъектлари равнақи учун асос бўлиб хизмат қилади.

Инвесторларнинг фаоллиги қимматли қоғозлар бозоридаги инструментлар турлари ва диверсификациялаш имкониятига ҳам бевосита боғлиқ. Айнан шу жиҳат молиявий инструментлар даромадлилиги ва рисклилигини ўзаро солиштириш асосида оптимал молиявий қарорлар қабул қилишга хизмат қилади. Бунда облигациялар даромади кафолатланган қимматли қоғозлар сифатида бозор даромадлилигини белгилаш, акциялар учун даромад даражасини аниқлаш кабиларда алоҳида долзарблик касб этади.

Тадқиқот мавзусининг долзарблиги. Охириги йилларда мамлакатимиздаги давлат

иштирокидаги тижорат банклари ва йирик компаниялар томонидан халқаро капитал бозоридан еврооблигациялар жойлаштириш орқали капитал жалб қилишга устувор даражада эътибор қаратилмоқда. Лекин уларнинг бу борада миллий фонд бозоридаги фаоллиги юқори даражада, дея олмаймиз. Бошқа томондан 2020 йилда масъулияти чекланган жамиятларга ҳам корпоратив облигациялар муомалага чиқариш ҳуқуқининг берилганлиги¹ мамлакатимизда ўзига хос қарз бозори ривожланишига хизмат қилаётганлигини ҳам эътироф этишимиз лозим.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда қуйида миллий корпоратив облигациялар бозорини ривожлантириш масалаларига доир тадқиқот натижаларимизни ҳавола этамиз.

Тадқиқот мақсади. Маҳаллий корпоратив облигациялар бозорининг жорий ҳолатини таҳлил қилиш асосида мавжуд муаммолар ва камчиликларни аниқлаш, ҳамда бозорни ривожлантириш учун илмий ва амалий таклифлар ишлаб чиқиш.

Илмий муаммони қўйилиши. Облигациялар бозори, хусусан унинг таркибий қисми ҳисобланган корпоратив облигациялар бозори хорижий ва маҳаллий олимларнинг доимий диққат эътиборидаги масала ҳисобланади. Бу борадаги қатор тадқиқот натижалари бунинг исботидир.

Хусусан, Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakinsлар давлат ғазна облигациялари, муниципал облигациялар, корпоратив облигация-

¹ Ўзбекистон Республикаси «Ўзбекистон Республикасининг айрим қонун ҳужжатларига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисида»ги УРҚ-629 сонли Қонуни. 2020 йил 21 июль. www.lex.uz

1-жадвал. Муомаладаги корпоратив облигациялар таҳлили (2021 йил 29 январь ҳолатига)¹

№	Эмитентлар	Чиқарилиш ҳажми, млрд. сўм	Минг дона
1	Саноатқурилишбанк	77,06	320
2	Asia alliance bank	45,18	50
3	Капиталбанк	50	50
4	Ўзавтосаноат АК	50	50
5	Uzbek leasing international	25	3
6	Imkon finans mikrocredit tashkiloti	4	4
7	First developing group МЧЖ	5,13	5
8	Uzreport ахборот агентлиги МЧЖ	30	1
	ЖАМИ	286,36	478

ларнинг муомалага чиқарилиши ва жойлаштирилиши, облигацияларнинг кафолатланганлиги, таъминланганлиги кабиларга эътибор қаратади. Шунингдек корпоратив облигацияларнинг ҳақиқий баҳосини, даромадлигини, рисклилиқ даражасини аниқлаш ҳамда шу асосда корпоратив облигацияларга инвестициялаш амалиётлари борасида тадқиқотлар ўтказган².

Oskar Kowalewski, Paweł Pisany корпоратив облигациялар бозорининг ривожланиш тенденцияларини Осиёнинг бир нечта давлатларида тадқиқ қилишган. Улар ўз тадқиқотларида корпоратив облигациялар бозорининг ривожланишида макроиқтисодий ва институционал омиллар таъсирини баҳолашган. Шунингдек, тадқиқот натижалари кредит ҳуқуқлари, маҳаллий кредит бозори ва корпоратив облигациялар эмиссия қиймати ўртасида юқори корреляция мавжудлигини кўрсатган³.

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 нархлар-

нинг тўғри баҳоланганлигига боғлиқлиги ўрганилган⁴.

И.Л.Бутиков облигацияларнинг назарий ва амалий жиҳатлари борасида тадқиқотлар ўтказиб, уларнинг акцияларга нисбатан фарқли жиҳатлари, таснифланиши, эмитентлар таркиби, муомалага чиқарилиш шартлари, сўндирилиши мажбурийлиги, даромадлиги, давлат, маҳаллий (муниципал), корхоналар облигациялари кабиларга алоҳида эътибор қаратиб, корпоратив облигациялар муомаласи хусусиятларига батафсил тўхталиб ўтган⁵.

Н.Р.Турсунова эса республикамизда корпоратив молиявий таъминотни самарали ташкил этиш нуқтаи назаридан корпоратив облигациялар муомаласи жорий ҳолатини таҳлил қилиб, мавжуд муаммоларга алоҳида эътибор қаратган ҳамда миллий эмитентлар томонидан ички бозорда корпоратив облигациялар жойлаштиришни кенгайтириш ва истиқболда халқаро бозорларда корпоратив еврооблигациялар жойлаштиришга эришиш кабилар бўйича ўз таклиф ва тавсияларини илгари сурган⁶.

Шундай бўлсада, истиқболда мамлакатимизда облигациялар бозорини, хусусан? унинг таркибий қисми ҳисобланган корпоратив облигациялар бозорини ривожланти-

¹ http://deponet.uz/sites/default/files/editor/s_sayt_ru_29_01_2021.pdf

² Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. – Pearson, 2015. - P. 308-332.

³ What drove the growth of the corporate bond markets in Asia? Oskar Kowalewski, Paweł Pisany. Research in international business and finance, Volume 48, April 2019, Pages 365-380.

⁴ Interactions between stock, bond and housing markets, Roberto Deice, Noemi Schmitt, Frank Westerhoff. Journal of economic dynamics and control, Volume 91, June 2018, Pages 43-70.

⁵ Бутиков И.Л. Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. - Т.: Консаудитинформ, 2001. – Б. 26-36.

⁶ Турсунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йуллари. Монография. – Т.: "Iqtisod-moliya", 2017. – 152 б.

2-жадвал. Саноатқурилишбанк АТБ томонидан 2019 йилда муомалага чиқарилган “Тошкент” РФБда жойлаштирилган облигациялар таҳлили¹

Облигация муддати	Облигация сони, донна	Облигация номинали, сўмда	Йиллик фоиз ставкаси	Эмиссия ҳажми (млн.сўмда)	Қоплаш санаси
3 йиллик	50 000	1 000 000	*ҚМС + 2	50 000	02.12.2022
5 йиллик	50 000	1 000 000	ҚМС + 3	50 000	29.11.2024
7 йиллик	50 000	1 000 000	ҚМС + 4	50 000	27.11.2026

*ҚМС – қайта молиялаштириш ставкаси

ришга қаратилган тадқиқотлар олиб бориш, ушбу тармоқнинг қимматли қоғозлар бозоридаги мавқеини ривожлантириш ва реал сектор корхоналарини молиявий эҳтиёжларини қондириш масалалари муҳим илмий муаммолар қаторида кўрилмоқда.

Тадқиқот методологияси. Ушбу мақолада корпоратив облигациялар бозори таҳлили нуқтаи назаридан таққослаш, илмий абстракциялаш, индукция, дедукция, анализ ва синтез методларидан фойдаланилган.

Таҳлил ва натижалар. XXI асрнинг иккинчи ўн йиллигида мамлакатимизда асосан тижорат банклари корпоратив облигациялар муомалага чиқариш орқали капитал жалб қилган бўлса, учинчи ўн йилликда реал сектор корхоналари ҳам фаоллик кўрсата бошлади. Шу асосда таҳлилларни амалга оширамиз (1-жадвал).

Юқоридаги жадвал маълумотларидан аён бўлмоқдаки, муомаладаги корпоратив облигацияларнинг чорак қисмидан ортиғи Саноатқурилишбанк АТБга тегишли. Эмитентлар нуқтаи назаридан иккита масъулияти чекланган жамият ҳам корпоратив облигация муомалага чиқарганлиги ижобий ҳолат ва тақдим этилган имкониятдан самарали фойдаланишдир.

Саноатқурилишбанк АТБ миллий ва халқаро корпоратив облигациялар бозорида анча фаол. Биргина 2019 йлнинг ўзида жами 150 миллиард сўмлик 3 та эмиссияни амалга оширган ва муваффақиятли жойлаштирган (2-жадвал).

Бунда облигациялар учта чиқарилиши амалга оширилган бўлиб, уч, беш, етти йиллик муддатларга “Тошкент” Республика фонд биржасида жойлаштирилган. Ҳар бир чиқарилишда 50 миллиард сўмлик корпоратив облигация давлат рўйхатидан ўтказилган бўлсада, улар

тўлиқ жойлаштирилмаган. Чунки Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси маълумотларига кўра бугунги кунда 77,06 миллиард сўмлик Саноатқурилишбанк акциялари муомалада ва реестри юритилмоқда (1-жадвалга қаранг).

Мазкур эмиссия ва жойлаштиришлардаги эътибор қаратиш муҳим жиҳатларга тўхталиб ўтадиган бўлсак, аввало бу облигациялар номинал қиймати 1 миллион сўм этиб белгиланганлиги масаласига тўхталиб ўтишга тўғри келади. Бундай ҳолат облигациялар бозорига майда инвесторларнинг кириб келишига тўсқинлик қилади ва мазкур облигацияларга қизиқиш уйғотмайди. Чунки облигация номинали қанчалик паст бўлса, унга қизиқувчи инвесторлар доираси шунчалик юқори бўлади. Шу боисдан ҳам рўйхатдан ўтган облигациялар тўлиқ жойлаштирилмаган. Бу жиҳатнинг бошқа эмитентлар томонидан эътиборга олиниши эмиссиялар муваффақиятида ва истиқболда корпоратив облигациялар бозори ривожига муҳим ҳисобланади. Шу боисдан жорий иқтисодий шароитда корпоратив облигациялар номиналини 50 минг сўм доирасида белгилаш мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз.

Корпоратив облигацияларга инвестиция киритишнинг муҳим шарти шубҳасиз даромадлиқдир. Саноатқурилишбанк АТБ муомалага чиқарган облигациялар бўйича даромадлиқ айни вақтда мос равишда 16, 17 ва 18 фоизни ташкил этади. Ваҳоланки, даромадлиқ облигациялар жойлаштирилган вақтда қайта молиялаш ставкаси асосида 18, 19 ва 20 фоиз эди. Қайта молиялаштириш ставкаси асосида йиллик фоиз ставканинг белгиланганлиги

¹ www.uzpsb.uz – Саноатқурилишбанк АТБ расмий вебсайти маълумотлари.

3-жадвал. “First developing group” МЧЖ муомалага чиқарган корпоратив облигациялари¹

Бошланғич баҳоси	Максимал баҳо	Минимал баҳо	Чиқарилиш ҳажми, сўмда
1 000 000	1 000 000	1 000 000	5 125 000 000

истиқболда фоиз ставканинг ўзгаришига сабаб бўлади. Бошқа томондан республикада 2023 йилда инфляцияни 5 фоизга тушириш мақсад қилиб олинган бир вақтда фоиз ставканинг қайта молиялаштириш ставкаси бўйича белгиланганлиги банк ликвидлигига ижобий таъсир кўрсатади. Чунки инфляция даражаси пасайиб бориш билан бирга қайта молиялаштириш ставкаси ҳам пасайтириб борилади.

Айнан инфляция омилини ҳисобга олган ҳолда бошқа бир эмитент “First developing group” масъулияти чекланган жамияти қурилиш компанияси корпоратив облигация даромадлигини 8 фоиз плюс сўмнинг АҚШ долларига нисбатан девальвацияси миқдорига белгиланган. Даромадликини таъминлашда инфляция омили ҳисобга олиниши тўғри қарор бўлсада, чиқарилган 5125 та облигация бўйича номинал баҳоси 1 миллион сўм этиб белгиланганлиги мазкур эмиссияга ҳам қизиқишни пасайтирмақда (3-жадвал).

Юқоридаги жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, “First developing group” МЧЖ муомалага чиқарган корпоратив облигациялари номинал баҳоси бўйича жойлаштирилади. Мазкур ҳолатда облигация бўйича нарх диапазони мавжуд эмас. Умуман олганда масъулияти чекланган жамиятларнинг облигациялар бозорига кириб келишини ижобий баҳолаш мумкин.

Хулоса ва таклифлар. Корпоратив облигациялар бозорининг жорий ҳолатини ўрганиш натижасида, истиқболда мазкур бозорни ривожлантириш нуқтаи назаридан қуйидаги хулоса ва таклифлар шакллантирилди:

Биринчидан, мамлакатимизда корпоратив облигациялар муомаласининг кенгайиши натижасида кредит бозорига рақобат қила олувчи бозор шаклланишига эришилади ва эмитентларнинг ўз фаолиятларини молиялаштириш имкониятлари ортиши кузатилади.

Иккинчидан, эмитентлар томонидан миллий ва халқаро доирада корпоратив облигациялар ва еврооблигациялардан молиявий таъминот жараёнида кенг фойдаланиш, истиқболда миллий ва халқаро доирада акцияларни ҳам оммавий жойлаштириш амалиётларининг муваффақиятига асос бўлиб хизмат қилади.

Учинчидан, эмитентлар томонидан корпоратив облигациялар муомалага чиқариш орқали молиявий ресурс жалб қилишда жорий шароитда республикада белгилаб олинган инфляцион мўлжални ҳам ҳисобга олиш мақсадга мувофиқ. Бу жиҳат истиқболда ликвидликни таъминлашга хизмат қилади.

Тўртинчидан, корпоратив облигациялар бўйича фоиз ставкаси халқаро амалиётда кенг қўлланиладиган рисксиз фоиз ставка ва риск учун мукофот асосида белгиланиши инвестицион жозибдорликка хизмат қилади. Бунда рисксиз фоиз ставка сифатида давлат облигациялари бўйича белгиланган фоиз ставка олинишини шу ўринда қайд этиб ўтишимиз лозим. Риск учун мукофот белгиланишида эса бозор даромадлигига эътибор қаратиш талаб этилади.

Бешинчидан, корпоратив облигациялар бозорининг ривожланиши уларнинг гаров объекти сифатида қабул қилинишига ҳам асос бўлади. Банк кредитлари бўйича гаров объекти доираси нисбатан чегараланган шароитда корпоратив облигацияларининг гаров сифатида қабул қилиниши банкларда гаров рискнинг пасайишини таъминлайди.

Олтинчидан, эмитентлар корпоратив облигациялар муомалага чиқараётганда номинал баҳосини белгилаш масаласига жиддий ёндашишлари лозим. Кўриб ўтилган иккала эмитент эмиссияда ҳам облигациянинг номинал баҳоси 1 миллион сўм қилиб белгиланганлиги инвесторлар доирасини чеклаб қўйган.

¹ https://uzse.uz/isu_infos/BND Облигациялар курси ҳақида маълумотлар. 05.02.2021 йил ҳолатига.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати:

1. Ўзбекистон Республикаси «Ўзбекистон Республикасининг айрим қонун ҳужжатларига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисида»ги УРҚ-629 сонли Қонуни. 2020 йил 21 июль. www.lex.uz
2. Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. – Pearson, 2015. - P. 308-332.
3. What drove the growth of the corporate bond markets in Asia? Oskar Kowalewski, Paweł Pisany. Research in international business and finance, Volume 48, April 2019, Pages 365-380.
4. Interactions between stock, bond and housing markets, Roberto Dieci, Noemi Schmitt, Frank Westerhoff. Journal of economic dynamics and control, Volume 91, June 2018, Pages 43-70.
5. Бутиков И.Л. Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. - Т.: Консаудитинформ, 2001. – Б. 26-36.
6. Турсунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари. Монография. – Т.: "Iqtisod-moliya", 2017. – 152 б.
7. http://deponet.uz/sites/default/files/editor/s_sayt_ru_29_01_2021.pdf
8. www.uzpsb.uz – Саноатқурилишбанк АТБ расмий вебсайти маълумотлари.
9. https://uzse.uz/isu_infos/BND Облигациялар курси ҳақида маълумотлар. 05.02.2021 йил ҳолатига.