

KORPORATIV SEKTORNI BARQAROR MOLİYALASHTIRISHDA KAPITAL BOZORI INSTRUMENTLARINING SAMARADORLIGI

Sobirov Jurabek

O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi

ORCID: 0000-0002-7752-6837

sobirov.info@gmail.com

Annotatsiya. Ushbu maqolada O'zbekistonda korporativ sektorda moliyalashtirish mexanizmlarining amaldagi holati, mavjud tizimdagi muammolar va ularni hal qilish bo'yicha takliflar yoritiladi. Xalqaro tajriba asosida O'zbekiston sharoitiga mos keladigan samarali moliyalashtirish strategiyalari ishlab chiqilib, moliyaviy diversifikatsiyalash, investorlar ishonchini oshirish va korporativ boshqaruvni takomillashtirish orqali barqaror moliyalashtirish tizimini shakllantirish yo'llari taklif etiladi.

Kalit so'zlar: korporativ sektor, moliyalashtirish strategiyalari, kapital bozori, davlat-xususiy sheriklik, korporativ obligatsiyalar, moliyaviy barqarorlik.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА В ОБЕСПЕЧЕНИИ УСТОЙЧИВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА

Собилов Журабек

Банковско-финансовая академия Республики Узбекистан

Аннотация. В статье рассматривается текущее состояние механизмов финансирования корпоративного сектора в Узбекистане, выявляются основные проблемы существующей системы и предлагаются пути их решения. На основе международного опыта разработаны эффективные стратегии финансирования, адаптированные к условиям Узбекистана. Предлагаются меры по формированию устойчивой системы финансирования за счёт диверсификации источников капитала, повышения доверия инвесторов и совершенствования корпоративного управления.

Ключевые слова: корпоративный сектор, стратегии финансирования, фондовый рынок, государственно-частное партнёрство, корпоративные облигации, финансовая устойчивость.

THE EFFECTIVENESS OF CAPITAL MARKET INSTRUMENTS IN ENSURING SUSTAINABLE FINANCING OF THE CORPORATE SECTOR

Sobirov Jurabek

Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan

Abstract. This article analyzes the current state of corporate financing mechanisms in Uzbekistan, identifies key challenges in the existing system, and proposes possible solutions. Based on international experience, effective financing strategies adapted to the national context are developed. The study suggests building a sustainable financing system through capital diversification, enhancing investor confidence, and improving corporate governance practices.

Keywords: corporate sector, financing strategies, capital market, public-private partnership, corporate bonds, financial sustainability.

Kirish.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida korporativ sektor mamlakatning iqtisodiy taraqqiyotida strategik ahamiyat kasb etadi. Ushbu sektor yirik va o'rta korxonalarining majmuasi sifatida sanoat, transport, axborot texnologiyalari, energetika va boshqa asosiy tarmoqlarda ishlab chiqarish samaradorligi, mehnat unumdorligi hamda innovatsion salohiyatning asosiy harakatlantiruvchi kuchi hisoblanadi. Korporativ sektorning samarali faoliyat yuritishi esa, o'z navbatida, barqaror va samarali moliyalashtirish mexanizmlarining mavjudligiga va ularning amaliyotda to'laqonli ishlashiga bog'liq.

Hozirgi davrda O'zbekiston iqtisodiyotida bozor mexanizmlarining chuqurlashuvi, davlat ishtirokining qisqarishi, xususiy sektor ulushining ortishi, shuningdek, fond bozorining shakllanishi korporativ moliya tizimini tubdan isloh qilish zaruratini yuzaga keltirmoqda. Shunga qaramay, korporativ subyektlar moliyalashtirish jarayonida hanuzgacha asosan bank kreditlariga tayanmoqda. Bu esa ularni yuqori foiz stavkalari, garov ta'minoti yetishmasligi, moliyaviy tavakkalchilik va likvidlik inqirozlariga olib keluvchi tashqi omillarga qaram qilib qo'ymoqda.

Jahon tajribasi shuni ko'rsatmoqdaki, korporativ sektorning uzluksiz moliyalashtirilishi uchun bank kreditlaridan tashqari, kapital bozorining rivojlanganligi, korporativ obligatsiyalar chiqarish amaliyoti, investitsiya fondlari, venchur kapital, davlat-xususiy sheriklik va sukuk kabi islomiy moliyalashtirish vositalarining mavjudligi muhim omillardan biridir. O'zbekiston sharoitida ushbu muqobil moliyalashtirish vositalarining institutsional bazasi endigina shakllanib borayotganligi ularning iqtisodiyotdagi real ahamiyatini cheklab qo'ymoqda.

Bundan tashqari, korporativ sektorning moliyaviy mustahkamligini ta'minlashda muhim rol o'ynaydigan elementlardan biri bu - shaffof korporativ boshqaruv, xalqaro moliyaviy hisobot standartlariga mos faoliyat yuritish va tashqi investorlar ishonchini qozonishdir. Ushbu omillar kapitalni jalb qilish, investorlar sonini oshirish, kapital qiymatini barqarorlashtirish hamda umumiy iqtisodiy samaradorlikka erishish uchun muhimdir.

Adabiyotlar sharhi.

Korporativ sektorni moliyalashtirish masalasi xalqaro miqyosda iqtisodiy o'sishni rag'batlantiruvchi muhim omillardan biri sifatida keng yoritilgan. Ilmiy manbalarda bu jarayon korporatsiyalarning investitsion faolligini, texnologik modernizatsiyasini va innovatsion salohiyatini oshirish bilan bevosita bog'lanadi (Allen, & Gale, 2000).

Moliyaviy menejment nazariyasining klassik asarlaridan biri bo'lgan Brealey va Myers (2020) tomonidan yozilgan "Principles of Corporate Finance" asarida moliyalashtirish manbalarining tarkibi va xarakteri korxonaning qiymati, kapital narxi va investorlar uchun kutilayotgan foyda darajasiga bevosita ta'sir qilishi asoslab berilgan. Ular ustuvorlik tartibi nazariyasi orqali ichki moliyaviy manbalar, tashqi qarz va aksiyalar chiqarish o'rtasidagi tanlov korxona rahbariyatining signal berish xatti-harakatlari bilan bog'liq ekanligini ko'rsatadi.

Damodaran (2015) esa o'zining "Corporate Finance: Theory and Practice" asarida korporativ moliyalashtirish qarorlarini qabul qilishda risk, likvidlik va dividend siyosatining ahamiyatini chuqur yoritadi. U kapital strukturani optimallashtirish va qarz/kapital nisbatining muvozanatini saqlash orqali korxonaning moliyaviy barqarorligini oshirish mumkinligini ta'kidlaydi.

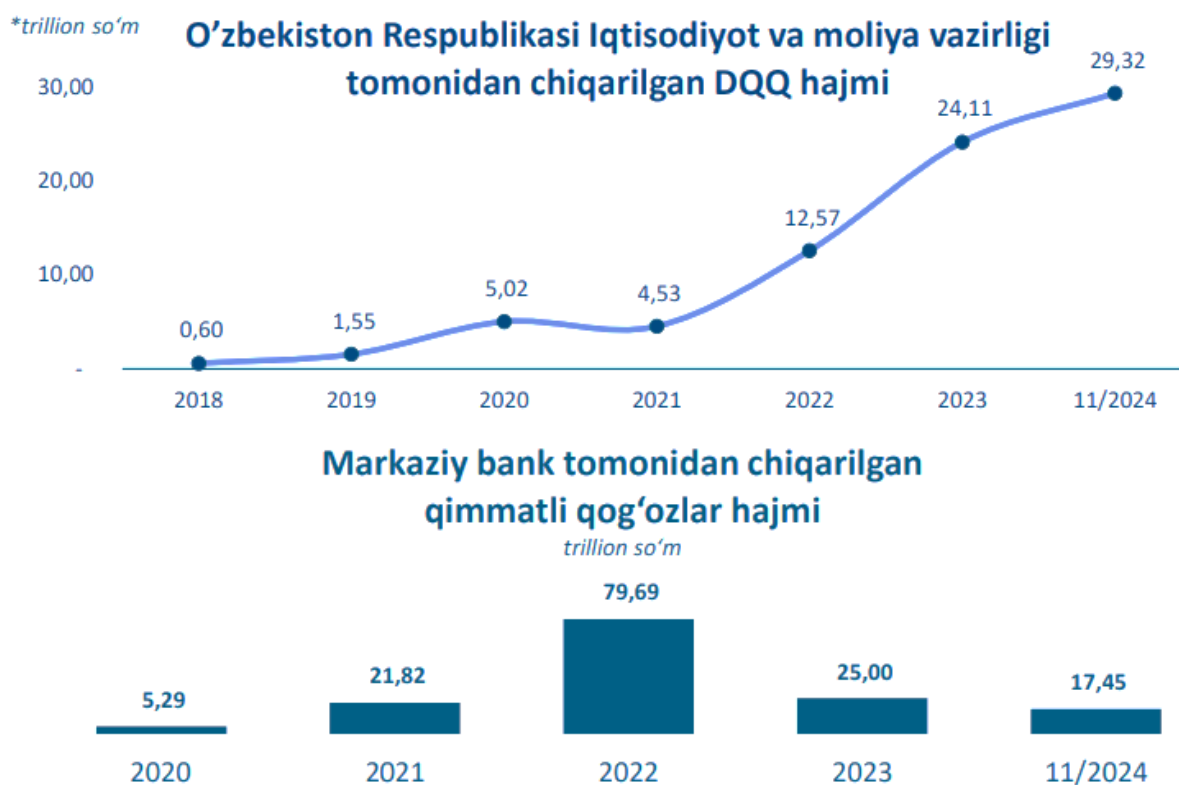
Rivojlanayotgan davlatlar kontekstida korporativ sektorni moliyalashtirish bo'yicha tadqiqotlar kapital bozorlarining rivojlanmaganligi, axborot asimmetriyasi, yuqori operatsion tavakkalchilik va hukumatning noaniq siyosiy muhitini asosiy to'siq sifatida ko'rsatadi (Porta, Silanes, & other, 1997).

O'zbekiston sharoitida ushbu masala yuzasidan olib borilgan ilmiy izlanishlarda moliyalashtirish vositalarining huquqiy bazasi, institutsional infratuzilmasi va amaliy jihatlari yetarlicha o'rganilmoqda. Shuningdek, xalqaro tashkilotlar, xususan, Jahon banki va Osiyo taraqqiyot banki tomonidan tayyorlangan tahliliy hisobotlarda O'zbekistonda korporativ

moliyalashtirish tizimini isloh qilishda DXSh loyihalari, islomiy moliya vositalari (sukuk) va kichik biznes uchun moliyaviy inklyuziya mexanizmlarini kengaytirish muhimligi ta'kidlanmoqda (World Bank, 2023).

Tahlil va natijalar muhokamasi.

2019-yildan boshlab O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi (hozirgi Iqtisodiyot va moliya vazirligi - IVM) milliy valyuta - so'mda denominatsiya qilingan davlat g'aznachilik qimmatli qog'ozlarini muntazam ravishda muomalaga chiqarib kelmoqda. Mazkur tashabbus davlat qarzi portfelini tashqi qarzlardan bosqichma-bosqich ichki qarzlar hisobiga diversifikatsiya qilish strategiyasi doirasida amalga oshirilmoqda. Bu yondashuv nafaqat ichki kapital bozorini rivojlantirishni, balki xalqaro moliyaviy bozorlar ta'siridan kelib chiqadigan xatarlarni kamaytirishni ham maqsad qilgan.



1-rasm. O'zbekistonda davlat qimmatli qog'ozlari bozorining rivojlanishi

2024-yil 1-dekabr holatiga ko'ra, Iqtisodiyot va moliya vazirligi tomonidan chiqarilgan davlat qimmatli qog'ozlarining so'ndirilmagan umumiy hajmi 38,9 trillion so'mni tashkil etdi (1-rasm). Shu bilan birga, ushbu bozorni yanada kengaytirish maqsadida, davlat qimmatli qog'ozlarini chakana (yakka tartibdagi) investorlar uchun ham taklif etish rejalashtirilgan.

Mazkur tashabbus, avvalo, xorijiy investorlar va mahalliy aholini kengroq jalb etishga yo'naltirilgan bo'lib, bu boradagi chora-tadbirlar O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 291-sonli Farmoni bilan mustahkamlangan. Farmon doirasida jismoniy shaxslarga soliq imtiyozlari taqdim etilgan. Xususan, fuqarolar yillik daromadlarining 105 million so'mgacha bo'lgan qismini mahalliy qimmatli qog'ozlarni xarid qilishga yo'naltirishlari mumkin va bu mablag'lar bo'yicha soliq majburiyatlari yuzaga kelmaydi.

2019-yildan boshlab O'zbekiston Respublikasi xalqaro moliya bozorlaridagi ishtirokini bosqichma-bosqich kengaytirib, shu davr mobaynida 6 marotaba Yevrobondlar emissiyasini amalga oshirib, jami 11 ta transh orqali moliyaviy resurslarni jalb etishga erishdi. Ushbu operatsiyalar doirasida mamlakat 3,45 milliard AQSH dollari, 600 million yevro va 11,75 trillion so'm miqdorida xorijiy qarz mablag'larini muvaffaqiyatli jalb qildi.

Mazkur emissiyalarni amalga oshirishda 2018-yilda Iqtisodiyot va moliya vazirligi huzurida tashkil etilgan Davlat qarzi departamenti (DQD) muhim institut sifatida ishtirok etdi. Yevrobondlar xalqaro moliya bozorlari talablariga muvofiq ravishda London fond birjasida joylashtirildi va “RegS / Rule 144A” yuridik standartlariga asoslanib chiqarildi. Bu esa global investorlarga O‘zbekiston Respublikasining suveren obligatsiyalarini erkin tarzda sotib olish imkonini yaratdi.

2019-yildan boshlab O‘zbekiston korporativ subyektlari tomonidan 15 transh doirasida 11 ta Yevrobond emissiyasi muvaffaqiyatli amalga oshirilib, umumiy qiymati qariyb 4,785 milliard AQSH dollari va 6,0 trillion so‘mni tashkil etdi. Mazkur emissiyalarning asosiy qismi davlat korxonalari tomonidan amalga oshirilgan bo‘lib, bu holat ularning mamlakat korporativ sektoridagi yetakchi o‘rnini yaqqol namoyon etadi.

Ushbu moliyaviy bitimlar O‘zbekiston korporatsiyalariga xalqaro kapital bozorlariga chiqish, moliyaviy resurslarni jalb qilishda muqobil manbalarni shakllantirish hamda global moliyaviy amaliyot va standartlarga moslashish imkoniyatini yaratdi. Bu esa korporativ moliyalashtirish mexanizmlarining diversifikatsiyalashuviga va moliyaviy barqarorlikni ta‘minlashga xizmat qilmoqda.



2-rasm. Ikkilamchi savdo daromadlilik dinamikasi, (%)

2023-yil noyabr oyida “Toshkent” Respublika fond birjasida yirik miqdordagi bitimlar uchun mo‘ljallangan yangi savdo segmenti – “FoP Board” (Free of Payment) platformasi ishga tushirildi. Mazkur mexanizm bitimlarni birja kliringi orqali naqd hisob-kitoblarsiz amalga oshirish imkonini berib, institutsional investorlar uchun savdo jarayonini sezilarli darajada soddalashtirdi.

Shuningdek, 2024-yil aprel oyida “Qimmatli qog‘ozlar bilan birjadan tashqari bitimlarning hisob registri to‘g‘risida”gi 1919-sonli normativ-huquqiy hujjatga kiritilgan o‘zgartishlar natijasida, ilk bor xususiy joylashtirishlar uyushgan bozor infratuzilmasi orqali amalga oshirish imkoniyati yaratildi. Bu islohotlar o‘z natijasini tez orada berdi: 2024-yilning

dastlabki 11 oyi davomida birjada amalga oshirilgan savdolar hajmining 99 foizi aynan FoP Board orqali amalga oshirildi. Mazkur yangi seksiyaning joriy etilishi birja savdolarining rekord darajada faollashuviga olib keldi: umumiy savdo hajmi 18,3 trillion so'mga yetib, birjaning tarixidagi eng yuqori ko'rsatkichga erishildi.

Bundan tashqari, 2023-yilda Jett mobil savdo ilovasining ishga tushirilishi orqali foydalanuvchilarga onlayn hisob raqamlarini ochish hamda mobil qurilmalar orqali savdo operatsiyalarini amalga oshirish imkoniyati taqdim etildi. Bu yechim moliya bozorining ochiqqligi va jismoniy shaxslar ishtirokini sezilarli darajada oshirdi. Natijada, 2023-yilda jami 411 870 ta savdo bitimi qayd etildi, bu esa 2022-yilga nisbatan 510 foizga o'sish demakdir. 2024-yilning ilk 11 oyi davomida savdolar soni barqarorlashib, shu davrda qariyb 410 000 ta bitim amalga oshirilgan.

Xulosa va takliflar.

O'zbekiston korporativ sektorini moliyalashtirishni yanada rivojlantirish uchun quyidagi strategik va tizimli takliflar ishlab chiqildi:

1. Kapital bozorini institutsional rivojlantirish: kapital bozori vositalarining, xususan, korporativ obligatsiyalar va aksiyalar emissiyasining hajmini oshirish maqsadida ularning emissiya tartib-taomillarini soddalashtirish, hisobdorlik va axborot ochiqqligi standartlarini joriy etish, reyting agentliklari va mustaqil audit xizmatlarini kengaytirish talab etiladi. Bu bilan ichki va tashqi investorlar ishonchi mustahkamlanadi va moliyalashtirish manbalari diversifikatsiyalanadi.

2. Bank kreditlariga muqobil moliyaviy vositalarni faollashtirish: bank tizimiga nisbatan ortiqcha qaramlikni kamaytirish uchun islomiy moliya vositalari (sukuk, murabaha, mudaraba), investitsiya fondlari, venchur kapital va kraudfanding mexanizmlari joriy etilishi lozim. Bu, ayniqsa, innovatsion va yuqori riskli loyihalar uchun barqaror moliyaviy manba yaratadi.

3. Korporativ boshqaruvni takomillashtirish: kapitalga kirish imkoniyatlarini kengaytirish uchun kompaniyalarda korporativ boshqaruvning ilg'or tamoyillarini joriy etish, xalqaro moliyaviy hisobot standartlariga o'tishni jadallashtirish, menejmentning javobgarligini kuchaytirish lozim. Bu, o'z navbatida, moliyaviy intizomni oshiradi va kapital bozori faolligini qo'llab-quvvatlaydi.

4. Davlat-xususiy sheriklik (DXSh) mexanizmlarini soddalashtirish va kengaytirish: DXSh loyihalarining real sektordagi qo'llanish doirasini kengaytirish uchun "bir darcha" tamoyili asosida elektron platformalar joriy etilishi, standartlashtirilgan shartnomalar va huquqiy kafolat mexanizmlari ishlab chiqilishi zarur. Shu orqali xususiy sektor kapitalining strategik infratuzilma loyihalariga yo'naltirilishi ta'minlanadi.

5. Moliyaviy inklyuziyani oshirish va mintaqaviy yondashuvni kuchaytirish: kichik va o'rta korxonalarining moliyalashtirishga kirish imkoniyatini oshirish uchun davlat kafolatlari, subsidiyalangan kreditlar, kredit kafolat fondlari kabi mexanizmlar ishlatilishi, mintaqaviy darajada investitsiya infratuzilmasi shakllantirilishi lozim. Bu iqtisodiy faollikni hududiy kesimda muvozanatlashtiradi.

Xalqaro tajriba shuni ko'rsatadiki, rivojlangan mamlakatlarda korporativ moliyalashtirish tizimi diversifikatsiyalashgan bo'lib, u kapital bozorlarining faolligi, moliyaviy vositalarning xilma-xilligi, shaffof boshqaruv va davlatning qo'llab-quvvatlovchi siyosati bilan uyg'unlashgan. Ushbu elementlarning O'zbekiston iqtisodiyotida bosqichma-bosqich implementatsiya qilinishi orqali korporativ sektorga kapital oqimini oshirish, xatarlarni kamaytirish, moliyaviy barqarorlikni mustahkamlash hamda milliy iqtisodiyotning investitsion jozibadorligini sezilarli darajada oshirish mumkin bo'ladi.

Adabiyotlar /Ўмепамыпа/Reference:

Allen, F., & Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. MIT Press.

Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.

Damodaran, A. (2015). *Corporate Finance: Theory and Practice* (2nd ed.). Wiley.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150.

World Bank. (2023). *Uzbekistan Financial Sector Assessment Program Update*. Washington, DC: World Bank Group.