

Passiv portfel esa – ma’lum bir bozor indeksi yoki daromadlarini iloji boricha yaqinroq parallel qilish uchun mo’ljallangan. Passiv portfelni boshqarishning maqsadi tanlangan indeks bilan bir xil bo’lgan daromadni yaratishdir. Portfel tuzilishi shu nuqtayi nazardan muhimki, investor faqatgina bittagina aktivga sarmoya kiritishi bu risk xavfining oshishiga olib kelishi mumkin. Shuning uchun investor, har doim o’zining investitsiya loyihalarini diversifikatsiya qilishi kerak. Portfolya monitoringi-portfolya nazariyasi tarkibiy tuzilishida juda katta ahamiyatga ega, chunki investor o’z portfelini har doim nazorat qilishi, qaysi aktivlar qancha daromad keltirayotganligini tahlil qilishi zarur.

Xulosa qilib aytadigan bo’lsak, sarmoyadorlar uchun investitsiya kiritishdan oldin ko’pgina faktorlarni hisobga olishi kerak bo’ladi. Misol uchun, vujudga kelishi mumkin bo’lgan risk darajasi va investitsiyadan kutilayotgan daromad darajasi va boshqa omillarni chuqur tahlil qilib chiqishi kerak bo’ladi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro’yxati:

- 1. Advanced stochastic models, Risk assessment and Portfolio optimization (The Frank J, Fabozzi Series 2008)*
- 2. Applied Equity analysis and portfolio management (Robert A. Weigand 2014)*
- 3. Portfolio Management and Ethical and Professional Standarts (Kaplan Schweser 2022)*
- 4. Managing investment portfolios A dynamic process(John L. Maginn. Donald L. Tuttle, Jerald E. Pinto. Dennis W. Mcleavey 2007)*
- 4. Investopedia.com*

**МОЛИЯ БОЗОРИНИ РИВОЖЛАНИШИДА РЕПО БОЗОРИНИНГ
АҲАМИЯТИ**

PhD Ё.Т.Иброҳимов

Тошкент молия институти мустақил изланувчиси

Мамлакатимизда молия бозорини янада ривожлантириш, халқаро молия бозорлари билан фаол интеграциялашув, замонавий ахборот-коммуникация технологияларидан кенг фойдаланиш ва хорижда тан олинган илғор ёндашувларни қўллаш орқали барча тоифадаги инвесторлар учун молия, жумладан капитал ва пул бозорининг қулайлигини ошириш, соҳага илғор халқаро амалиётни жорий қилиш, ортиқча тўсиқлар ва чекловларни бартараф этиш орқали хорижий инвестицияларни фаол жалб қилиш борасида қатор ишлар амалга ошириб келинмоқда.

Хорижий инвесторларнинг Ўзбекистон Республикаси давлат қимматли қоғозларини сотиб олишга бўлган талаби ортиб бораётганлигини инобатга олган ҳолда маҳаллий давлат қимматли қоғозлари бозори, шу жумладан уларнинг жойлаштирилиши, муомалада бўлиши ва сўндирилиши, шунингдек, улар билан РЕПО битимларини тузиш тартиби халқаро капитал бозори стандартларига мувофиқ бўлиши долзарб ҳисобланади.

Бугунги кунга қадар, капитал ва пул бозорини ривожлантириш, ликвидликни таъминлаш, қўшимча пул маблағларни жалб қилишда РЕПО битимларидан фойдаланиш самарадорлигини янада ошириш, уни турли механизмлари орқали ривожланишини рағбатлантириш, уни нуқсонлари борасида қатор олимлар илмий изланишлар олиб борганлар. Жумладан, Copeland, A., Martin, A., and Walker, M. фикрларига кўра, РЕПО бу активни маълум бир вақтдан сўнг маълум бир нархда қайта сотиб олиш шarti билан сотишдир. РЕПО гаров билан таъминланган кредит билан ўхшаш, бироқ банкротлик ҳолатида кўриладиган чоралар билан фарқланади.

Richard Comotto ўзининг Шарқий Африка мамлакатларида РЕПО бозорлари номли илмий ишида, ушбу мамлакатлардаги РЕПО битимини ҳақиқий РЕПО битими эмаслиги, ушбу РЕПО битимларида қимматли қоғозлардан таъминот сифатида фойдаланиши, мулк ҳуқуқи қимматли қоғозни дастлабки сотиб олувчисига ўтмаслигини келтирган ҳолда ушбу операцияни гаров сифатида қарз маблағларини бериш операцияси деб номлаган. Олимнинг фикрига кўра, ҳақиқий РЕПО битимида қимматли қоғозга мулк ҳуқуқи тўлиқлигича дастлабки сотиб олувчга ўтиши ва унинг ҳаракати бўйича ҳеч қандай чеклов бўлмаслиги лозим, шундагина ушбу операцияни РЕПО битими деб номлаш мақсадга мувофиқ бўлишини таъкидланган.

Мамлакатимизда тузиладиган РЕПО битимлари 2008 йил 16 майда Адлия вазирлигидан рўйхатдан ўтган “Ўзбекистон Республикасининг давлат қимматли қоғозлари билан РЕПО битимларини тузиш ва ижро этиш тартиби тўғрисида”ги 1829-сонли Низом ва 2004 йил 6 августда Адлия вазирлигидан рўйхатдан ўтган “Корпоратив қимматли қоғозлар билан репо битишувларни амалга ошириш тўғрисидаги” 1396-сонли Низомга асосан тартиб солинади.

РЕПО бозорининг молия бозоридаги аҳамиятини очиб беришда, дастлаб РЕПО битимининг ўзига тўхталиб ўтадиган бўлсак, РЕПО битими молиявий битим бўлиб бунда биринчи томон (сотувчи) маълум бир қимматли қоғозни олдиндан келишилган санада қайтариб сотиб олиш шarti билан иккинчи томонга (сотиб олувчига) сотади (тескари РЕПО битими РЕПО битими билан бир хил тартибда фақат қимматли қоғознинг сотиб олувчиси тарафидан амалга оширилади). РЕПО битимларининг давомийлиги бир кунлик (овернайт) ёки (муддатли) асосан уч ойлик, бир йиллик баъзилари эса икки йиллик бўлиши мумкин. РЕПО бозори бозор иштирокчиларига гаров билан таъминланган қарзлар маблағларини жойлаштириш имконини тақдим этади. Шунингдек, молиявий институтлар РЕПО битимларидан ташкилот умумий балансини молиялаштириш учун эмас, балки қисқа муддатли нақд пул маблағлари қолдиғи тебранишини мувофиқлаштириш учун фойдаланадилар.

Умуман, РЕПО битимлари пул бозорига иккиламчи бозор ликвидлигини таъминлаш билан бир қаторда дилерларга маркет – мейкер

сифатида фаолият кўрсатишга имконият яратади. Қимматли қоғозларнинг маркет – мейкерлар томонидан қисқа муддатларда сотиб олиниши ва сотилиши бозорлардаги ликвидликни таъминлайди. Мижозлар томонидан талаб ва таклифнинг номутаносиблиги юзага келган ҳолларда маркет – мейкерлар бозордаги балансни ушлаб туриш мақсадида номутаносиблик келтириб чиқарган томондан иштирок этадилар. Тизимли равишда фаолият кўрсатаётган РЕПО бозорлари маркет – мейкерларнинг иккиламчи пул бозорида самарали ишлашни таъминлаш учун керакли пул маблағлари ва қимматли қоғозлар билан таъминлайди. РЕПО бозорида қимматли қоғозларни самарали жалб қилиш ва жойлаштириш эмитентлар томонидан тўланадиган харажатлар фоиз ставкаларини пасайишига олиб келади. Бў ўз ўрнида солиқ тўловчилар томонидан тўланадиган солиқларни қарз жалб қилиш бўйича қилинадиган харажатларни камайтиради.

РЕПО бозори инвесторларга ортиқча нақд пулни хавфсиз ва самарали бошқариш имконини беради. Дилерлар, шунингдек, молиявий харажатларни сезиларли даражада камайтириш, қимматли қоғозлар бўйича узоқ муддатли позицияларни молиялаштириш ва мижозларнинг эҳтиёжларини қондириш мақсадида қисқа муддатли позицияларни қимматли қоғозларни қарзга олиш имкониятларидан фойдаланган ҳолда қоплаш орқали фойда кўрадилар. Шунингдек, қимматли қоғозлар бўйича узоқ муддатли позицияларни ушлаб турган, бироқ мазкур позицияларни ёпишга эҳтиёжи йўқ инвесторлар РЕПО битимларига қатнашиш орқали қўшимча даромад кўрадилар.

РЕПО бозори асосий иккита қисмга бўлинади:

Икки томонлама РЕПО – икки томонлама РЕПО бозорида клиринг банклар иштирок этмаган ҳолда пул маблағларини жойлаштирувчилар ва таъминотни таъминлаган ҳолда пул маблағларини жалб қилувчилар ўртасида пул маблағлари ва қимматли қоғозларни алмаштириш орқали тузиладиган битим ҳисобланади. Икки томонлама РЕПО битимида таъминот сифатида томонлар ўртасида танланган айна бир қимматли қоғоз ёки умумий таъминот савати бўлиши мумкин. Икки томонлама РЕПО афзаллиги бозор иштирокчилари тўғридан-тўғри битим тузиш учун мулоқотга киришишни хоҳлаганда ёки айна бир танланган таъминот талаб қилинганда юзага келади.

Уч томонлама РЕПО – ҳисоб-китобларни амалга оширишда клиринг банклар асосий рол ўйнаши сабаб шундай номланган. Клиринг банк икки томон ўртасида воситачи сифатида ҳаракат қилиб, РЕПО битимининг шартларини шакллантиришни ўз зиммасига олади. Уч томонлама РЕПО умумий таъминот саватини молиялаштириш учун қўлланилиб, пул маблағларини жойлаштирувчилар турли қимматли қоғозларни таъминот сифатида қабул қилишга имконият яратади.

Бундан ташқари, Умумий таъминотни молиялаштириш РЕПО бозори ҳам мавжуд бўлиб, бунда марказий контрагент ушбу бозорда пул маблағларини жалб қилиш ва жойлаштиришни таклиф қилади. Умумий таъминотни молиялаштириш РЕПО битими қимматли қоғозлар бўйича дилерлар томонидан асосий инструмент сифатида фойдаланиб келинади. Бунда, дилерлар бошқа савдо иштирокчилари билан аноним тарзда савдоларни амалга ошириб, битимларни марказий контрагенти иштирокида тузишади. Марказий контрагент ҳар икки томон учун қонуний контрагент бўлади.

Қимматли қоғозлар дилерлари РЕПО бозорининг барча сегментларида фаолият кўрсатадиган асосий бозор иштирокчиларидир. РЕПО бозорининг иштирокчилари қуйидагилардир:

- Молиявий институтлар – Бирламчи дилерлар, банклар, суғурта ташкилотлари, пай фондлари, пенсия фондлар, хедж фондлари;
- Ҳукуматлар – марказий банклар ва маҳаллий ҳокимиятлар;
- Юридик шахслар.

Мазкур ташкилотлар РЕПО бозоридаги қимматли қоғозлар, операцион самарадорлик ва молиялартиришнинг паст таннархларидан фойда кўрадилар. РЕПО битимлари пул маблағларини жойлаштирувчи савдо иштирокчиларини кафолатни таъминлаш мақсадида (аксарият ҳолларда қўшимча маржинал талаблар билан биргаликда) таъминот сифатида бириктирилган қимматли қоғоз бозор нархини ўзгаришини инobatга олган ҳолда таъминот қийматини кунлик қайта ҳисоб-китоб қилишни (mark-to-market) таклиф этади. Уч томонлама РЕПО ва марказлашган ҳисоб-китоблар механизми орқали операцион самарадорлик оширган ҳолда хавфларни пасайтириш имконини таъминлайди. Бозор иштирокчилари томонидан қабул қилинган стандартлашган ҳужжатлар ва жараёнлар бозор иштирокчиларига РЕПО битимларини тузишда қўшимча ишонч беради.

Молиявий инқирозга қадар молиявий ташкилотлар РЕПО битимидан қимматли қоғозлар олган ҳолда молиялаштиришда фойдаланган. Инқироз вақтида активлар нархининг пасайиши билан, РЕПО битими бўйича пул маблағларини жойлаштирувчи ташкилотлар талаб қилинадиган таъминот ҳажминини ошириш орқали айрим савдо иштирокчиларининг РЕПО бозорида фаоллик даражасини пасайтирди. Бу эса молиялаштириш даражасини янада пасайтирди ва пул маблағларига эҳтиёж сабабли уларни ўз активларни сотишга ундади, натижада активлар нархи янада паст баҳоланишига олиб келди. Бу жараён қўшимча активларни сотишга ҳам олиб келди ва сотувлар бири-бирига уланиб кетди. Таъминоти давлат қимматли қоғозлари бўлган РЕПО битимлари ҳам стрессга дуч келди. Молиявий хавфсизликка эришиш тенденциялари айна бир танланган қимматли қоғозларга бўлган талабнинг ошишига олиб келди, бу эса РЕПО бозорида таъминотга қўйиладиган активлар тақчиллигини юзага келтирди. Шу нуқтаи назардан, доимий равишда РЕПО бозорининг

инфратузилмасини мониторинг қилиш ва лозим бўлган ҳолларда РЕПО бозори молия бозорларидаги шок ҳолатларига қарши асосий мўътадил молиялаштириш инструменти сифатида ишлатилишини таъминлаш мақсадида бозор иштирокчилари билан ҳамкорликда ишларни ташкил қилиш молия бозорини янада ривожланишига хизмат қилади.

QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORIDA OBLIGATSIYALAR SAVDOSI

***Karimov Akramjon Ikromjon o‘g‘li**
Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti*

Xalqaro amaliyotdan ma‘lumki, davlatlar va korporatsiyalar yirik loyihalarni amalga oshirishda zaruriy mablag‘larni qarz majburiyatli qimmatli qog‘ozlar ya‘ni obligatsiyalar chiqarish orqali amalga oshiradilar. Xususan, AQSHning “Qimmatli qog‘ozlar sanoati va moliya bozorlari assotsiatsiyasi ma‘lumotlariga ko‘ra, 2022-yilda daromadi belgilangan qimmatli qog‘ozlar bozorining qiymati 129,81 trln. AQSH dollarini tashkil etib, undagi ulushlar AQSHda 40,01 foiz, Xitoyda 16,69 foiz, Yevropa Ittifoqida 17,33 foiz, Yaponiyada 9,29 foiz”[1]ni tashkil etgan. Shuningdek, dunyo qimmatli qog‘ozlar bozorida kompaniyalarning kapitallashuvi 2022-yilda 98,56 trln. AQSH dollarini tashkil etgan bo‘lsa, 2023-yil iyul oyida ushbu ko‘rsatkich 112 trln. AQSH dollari[2]gacha ko‘tarilgan. Ushbu jihatlarni inobatga olganda, fond bozorini rivojlantirish, korporativ qimmatli qog‘ozlar, xususan, obligatsiyalar savdo jarayonlarini samarli tashkil etish va unga investorlarni keng jalb etish muhim ahamiyat kasb etadi.

Qarz qimmatli qog‘ozlar bozori, xususan, obligatsiyalar bozori bo‘yicha juda ko‘plab iqtisodchi olimlar ilmiy tadqiqotlar olib borganlar. Xorijlik iqtisodchi olomlardan Ping Wei, Yinshu Qi, Xiaohang Ren, Giray Gozgor[3] lar COVID-19 pandemiyasining yashil obligatsiyalar bozoriga ta‘sirini o‘rgangan bo‘lsalar, J.Bao, J.Pan, J.Wang[4]lar korporativ obligatsiyalarning likvidlilik darajasini o‘zlarining ilmiy tadqiqotlarida atroflicha ko‘rib chiqqanlar.

O‘zbekiston Respublikasida ham obligatsiyalar bozorining milliy iqtisodiyotdagi ahamiyati, korporativ obligatsiyalar, jumladan, evroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish orqali aksiyadorlik jamiyatlarini moliyaviy resurslarini shakllantirish hamda ularning daromadlilikini oshirish bo‘yicha bir qator tadqiqotlar olib borilmoqda. Xususan, iqtisodchi olimalarimizdan M.Raxmedovanning ta‘kidlashicha, “evroobligatsiyalar bozori o‘zining xilma-xil moliyaviy vositalari va turli moliyaviy sub’ektlarning ehtiyojlarini qondiradigan, moslashuvchan sharoitlari tufayli eng likvid va investitsion jozibador hisoblanadi”[5].

O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi qonunida qayd etilganidek, “obligatsiya — emissiyaviy qimmatli qog‘oz bo‘lib, u obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda