



ДАВЛАТ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАРИНИНГ ИККИЛАМЧИ САВДОСИ ҲОЛАТИ ТАҲЛИЛИ

Рўзиқулов Абдимўмин Қуссам ўғли
Тошкент давлат иқтисодиёт университети

Аннотация. Ушбу мақолада давлат қимматли қоғозлар иккиламчи савдо ҳажми йиллар кесимида таҳлил қилинган. Шунингдек, мамлакатимиздаги давлат қимматли қоғозларини ривожлантириш билан боғлиқ муаммолар баён этилган. Шу билан бирга, давлат қимматли қоғозлар бозори ривожлантиришнинг илмий ва услубий таклифлар тақдим этилган.

Калит сўзлар: давлат қимматли қоғозлари, иккиламчи бозор, бирламчи бозор, даромадлилик, қарз бозори

АНАЛИЗ ВТОРИЧНОЙ ТОРГОВЛИ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ЦЕННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Рўзиқулов Абдимўмин Қуссам ўғли
Ташкентский государственный экономический университет

Аннотация. В данной статье анализируется объем вторичных торгов государственными ценными бумагами по годам. Также описаны проблемы, связанные с развитием государственных ценных бумаг в нашей стране. При этом представлены научно-методические предложения по развитию рынка государственных ценных бумаг.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, вторичный рынок, первичный рынок, доходность, долговой рынок.

ANALYSIS OF SECONDARY TRADE IN GOVERNMENT BONDS

Ro'ziqulov Abdumo'min Qussam ugli
Tashkent state university of economics,

Abstract. This article analyzes the volume of secondary trading in government securities by year. The problems associated with the development of government securities in our country are also described. At the same time, scientific and methodological proposals for the development of the government securities market are presented.

Keywords: government bonds, secondary market, primary market, profitability, debt market.

Кириш.

Бугунги кунда мамлакатимизда узоқ муддатли узилишдан сўнг давлат бюджети дефицитини қоплаш манбаларини диверсификация қилиш ҳамда ички молия бозорларини ривожлантириш мақсадларида 2018 йил декабрь ойида давлат қимматли қоғозлари чиқариш амалиёти қайта тикланди. Ўтган даврда Молия вазирлиги томонидан асосий эътибор бозор иштирокчилар сафини кенгайтириш, бозордаги талабга изчиллик билан мослашиш, ДҚҚ муддатини имкон қадар узайтириш (даромадлилик чиғизини шакллантириш), аукционлар жадвалини олдиндан эълон қилиш орқали иштирокчиларда кўникма ҳосил қилиш чоралари кўрилди. 2020 йилда АҚШ Ғазначилиги консультантлари кўмагида ДҚҚ бозорини ривожлантириш, мазкур операцияларни халқаро стандартларга мослаштириш, инфраструктурани такомиллаштириш ва босқичма-босқич хорижий инвесторларга очишни назарда тутувчи чоралар дастури ишлаб чиқилди.

Мазкур чоралар Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сонли Фармони билан тасдиқланган 30 Капитал бозорини ривожлантириш дастурини амалга оширишга оид йўл харитасига киритилган. Натижада, 2018-2021 йилларда ўтказилган аукционлар сони ва чиқарилаётган ДҚҚ ҳажмининг сезиларли равишда ошди. Бироқ, ҳамон мамлакатимизда далаат қимматли қоғозларнинг иккиламчи савдо сезиларни даражада ошишда бўлиб келмоқда. Ўрта ва узоқ муддатли ДҚҚнинг эмиссия қилиниши миллий валютадаги паст хатарли инструментларни чиқариш орқали маблағларни жалб қилиш бенчмарки бўлиб хизмат қилади, молиявий инструментларни диверсификациялаш ҳамда молия бозорига янги иштирокчиларни (суғурта компаниялари ва бошқалар) жалб этиш учун замин яратади.

Адабиётлар шарҳи.

Давлат қимматли қоғозлари эмитентнинг қарз мажбуриятларини ифодаловчи қимматли қоғозлар ҳисобланади. Қарз мажбуриятларига чиқарган қимматли қоғозларни тўлиқ ҳажмда ва белгиланган муддатда қайтариш, шунингдек қимматли қоғозларни сотиб олиш тўғрисидаги шартномада назарда тутилган, тўланиши лозим бўлган фоизларни тўлаш ва шартнома бўйича бошқа мажбуриятларни бажаришларни ўз ичига олган бўлади (Мошенский, 2010). Шунингдек, кўпчилик олимлар давлат қимматли қоғозларини даромадлилик даражасини ва иккиламчи қимматли қоғозлар бозоридаги аҳамиятли жиҳатлари ўрганилган. Давлат қимматли қоғозлари бозори иккиламчи қимматли қоғозлар бозорининг ўзаги бўлиб, мамлакатда макроиқтисодий мувозанатни таъминлашга ёрдам берувчи бир қатор муҳим вазифаларни бажаради. Хусусан, давлат қимматли қоғозлари давлат ички қарзининг мавжудлиги шакли ҳисобланиб, бу эса, ўз навбатида давлат томонидан чиқарилган қарз қимматли қоғозлари ҳисобланди (Галанов, 2016).

Давлат қимматли қоғозлари бозорининг ривожланиши иқтисодиётнинг молия секторидида ислохотларсиз амалга оширилмайди. Аксарият, давлатлар учун давлат облигациялари бозори ривожланишидаги тўсиқлар молия тизимидаги муаммолар туфайли иқтисодиётга чуқур сингиб кетган. Мисол учун, ҳукумат молиялаштириш учун фақат бир нечта маҳаллий банкларга мурожаат қилганда, бозор рақобати пасаяди ва транзакция харажатлари ошади (World Bank & IMF, 2001). Шунингдек, қарз бозорини ривожлантириш, бир томондан, ички давлат қарзини, шу жумладан, давлат облигацияларини чиқаришни тўғри бошқаришни, иккинчи томондан, корпоратив облигацияларни чиқариш ва сотишда хусусий секторнинг иштирокини ўз ичига олади. Жумладан давлат қарзи давлатнинг барча кредитлар, шу жумладан давлат органлари ва маҳаллий ҳокимият органлари олдидаги давлат томонидан кафолатланган қарзлар бўйича мавжуд молиявий мажбуриятларини ифодалайди (Bhattacharya, 2011). Шунингдек, бозорни ривожлантиришда муваффақиятга эришган ҳукуматлар нафақат давлат қарзларини, хусусан облигацияларни стратегик тарзда бошқарибгина қолмай, балки институтчионал муҳит ва инфратузилмани яхшилаш бўйича ислохотларни ҳам амалга оширдилар. Жумладан, кам даромадли мамлакатларда давлат қарз бозорини ривожлантириш сиёсатини амалга ошириш ва сиёсатнинг бозор ҳолатига мослиги тадқиқотнинг нисбатан янги соҳалари ҳисобланади.

Даттелс (1995) илғор, ривожланаётган ва паст даромадли мамлакатлар бозорларида облигациялар бозорларининг микро тузилмаларини таҳлил қилди. Даттелс (1995) облигациялар бозорини ривожлантириш жараёнида ҳокимият органларининг фаол роли муҳимлигини таъкидлайди. Бироқ, кейинчалик бозорни ривожлантириш бўйича тадқиқотлар кескин пасайиб кетди, бу турли хил иқтисодий шароитларда ривожланаётган бозорлар дуч келадиган қийинчиликларга бевосита ишора қилган. Шунингдек, Счиноси ва Смитлар (1998) тадқиқотида АҚШ, Европа ва Японияда давлат облигациялар бозорини даромадларининг ҳозирги ҳолатини таҳлил қилдилар ва улар "ривожланган мамлакатлар тажрибасида қарз қимматли қоғозлари бозорининг ривожланиши ва самарадорлигига ҳисса қўшиши мумкин бўлган омилларни аниқлаш" ҳаракат қилганлар.

Хусусан, Ўзбекистон Республикасининг ғазна мажбуриятлари — эмиссиявий қимматли қоғозлар бўлиб, улар эмиссиявий қимматли қоғозлар эгалари Ўзбекистон Республикасининг Давлат бюджетига пул маблағлари киритганлигини тасдиқлайди ва бу қимматли қоғозларга эгалик қилишнинг бутун муддати мобайнида қатъий белгиланган даромад олиш ҳуқуқини беради. Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳамда Марказий банки Бошқарувининг 2004 йил 16 мартдаги "Ўзбекистон Республикасининг давлат ўрта муддатли пул мажбуриятларини жойлаштириш, муомалада бўлиши ва тўлаш тартиби тўғрисида"ги 1327-

сонли низомига мувофиқ давлатнинг ўрта муддатли хазина мажбуриятлари тартибга солинади.

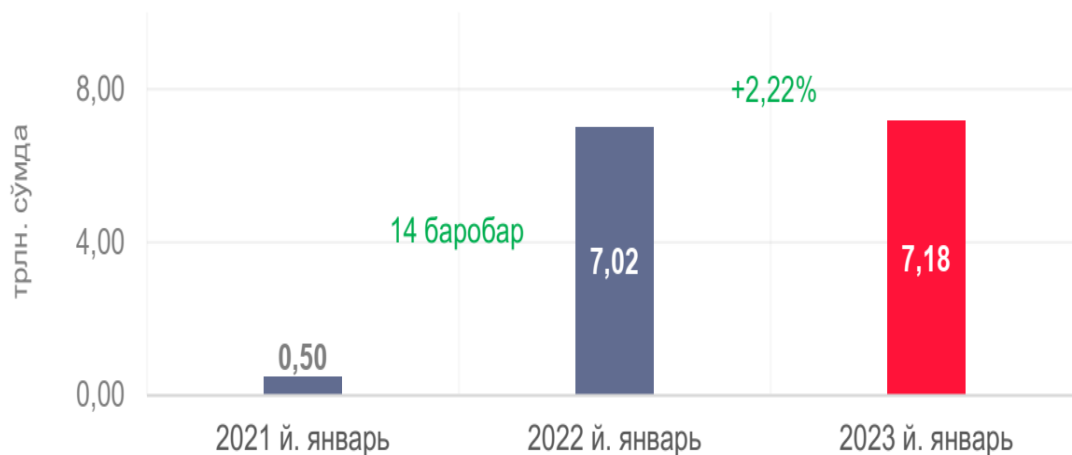
Тадқиқот методологияси.

Тадқиқот методологияси иккиламчи қимматли қоғозлар бозорида давлат қимматли қоғозлар бозорини ҳолати таҳлил қилинган ва уларнинг ўсиш ва камайиш тенденциялари таҳлил қилинган. Тадқиқотимизда асосан ДҚҚнинг иккиламчи бозоридаги савдолар ҳажми ҳамда ўрта ва узоқ муддатли қимматли қоғозлар улушининг ўсиши ҳам таҳлили амалга оширилган.

Таҳлил ва натижалар муҳокамаси.

Ўзбекистонда давлат қимматли қоғозлари бозоридаги савдолар ЎзРВБнинг электрон савдо-депозитар платформаси орқали Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг ғазначилик мажбуриятлари ва облигациялари, шунингдек Марказий банкнинг облигациялари бирламчи жойлаштирилиши ва иккиламчи муомаласи бўйича савдолар, шунингдек РЕПО операциялари ташкил этилган. 2022 йилда ушбу бозорда жами 87,29 трлн. сўм қийматида давлат қимматли қоғозлари жойлаштирилган бўлиб, 2021 йилга нисбатан ушбу кўрсаткич 3,5 баробар ошди. Давлат қимматли қоғозлар бозорини савдо ҳажми қуйидаги расмда келтирилган (1-расм).

1-расмдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, 2023 йил январь ҳолатида давлат қимматли қоғозлари ҳажми 7,18 трлн. сўм бўлган бўлса, 2022 йил январь ҳолати эса, 7,02 трлн. сўмни ташкил этган. Шунингдек, 2023 йил январ ойида ўтказилган бирламчи аукционлар натижаларига кўра, муомала даври бир йилгача бўлган қисқа муддатли ДҚҚ бўйича ўртача тортилган даромадлилик 16,40% -16,94% оралиғида ўзгариб турди. 2022 йилда ДҚҚнинг иккиламчи бозоридаги савдолар ҳажми 0,17 трлн. сўмни ашқил этиб, ўтган йилги мос кўрсаткичга (0,98 трлн. сўм) нисбатан 0,81 трлн.сўмга камайди. 2023 йил 31 январь ҳолатига ЎзРВБ депозитарийсининг ҳисоб регистрларида номинал қиймати бўйича сақланаётган ДҚҚ ҳажми ўтган йилги мос кўрсаткичга нисбатан 44,23%га ошган бўлиб 27 847,33 млрд. сўмни ташкил этди. Шунингдек, муомала даври кесимида муомала муддати бир йилгача бўлган қимматли қоғозлар улуши кўпроқ бўлди. Шу билан бирга, ўрта ва узоқ муддатли қимматли қоғозлар улушининг ўсиши ҳам кузатилмоқда. Айтиш жоизки, мамлакатимиз капитал бозорининг муҳим қисми бўлган давлат қимматли қоғозлари бозорини такомиллаштириш борасида охириги йиллар қуйидаги ишлар амалга оширилди.



1-расм. Қарз бозорида савдолар умумий ҳажмининг қийсий динамикаси¹⁵³

Хусусан, ЎзРВБ аукционларида илк мартаба муомала даври 10 йил бўлган давлат қимматли қоғозлари жойлаштирилди. Бу молиявий инструментлар қаторини диверсификациялашга, бозорда “бэнчмарк”ни шакллантиришга, шунингдек суғурта компаниялари ва пенсия жамғармаларини жалб қилиш орқали инвесторлар базасини кенгайтиришга имкон беради.

¹⁵³ Муаллиф ишланмаси

Шунингдек, мазкур бозорни янада ривожлантириш, иккиламчи савдолар ҳажмини ошириш, савдо иштирокчилари фаоллигини ошириш мақсадида бирламчи ва иккиламчи дилерлар институти фаолияти жорий этилди.

Ҳукуматнинг тегишли ҳужжатларига киритилган ўзгартиришларга мувофиқ Ўзбекистон Республикаси норезидентлари, шунингдек жисмоний шахслар давлат қимматли қоғозларини сотиб олиш ҳуқуқига эга бўлди.

Ушбу ўзгаришлар давлат қимматли қоғозлари иккиламчи бозорини фаоллаштириш ва инвесторлар кенг доирасини жалб этиш, шунингдек, уларга ўз маблағларини турли молиявий инструментларга инвестиция қилиш ва шу орқали қўшимча даромад олиш учун имконият яратишга қаратилган. 2022 йилда ЎзРВБ платформасида илк бор инфляцияга боғланган давлат қимматли қоғозлари жойлаштирилди. Ушбу инвестиция воситаси инфляция билан боғлиқ йўқотишларга қарши кафолат инструменти ҳисобланиб, инвесторлар учун инфляция хатарларидан ҳимояланишга имкон беради.

Бундан ташқари, давлат қимматли қоғозлари бозорида ЎзРВБнинг “UZCE mobile GB” мобил иловаси ишга туширилди. “UZCE mobile GB” иловаси масофавий тарзда давлат қимматли қоғозлари билан савдо қилиш, шунингдек биржа ва бозорга таалуқли бошқа маълумотларни олиш имконини беради. Илова “Play market” ва “App Store”да жойлаштирилди.

Шу билан бирга, ЎзРВБ савдоларида илк мартаба хорижий инвестор - Европа тикланиш ва тараққиёт банки томонидан “Асака банк” АЖ дилерлигида давлат қимматли қоғозларини сотиб олиш бўйича битимлар тузилди. Бугунги кунда, давлат қимматли қоғозлари бозорида ҳажмлар ўсиши, иккиламчи бозорда савдо иштирокчилари фаоллашиши кузатилмоқда ва бу ҳолат, ўз навбатида, маҳаллий ва хорижий инвесторларда қизиқиш уйғотиб, уларнинг эътиборини ўзига жалб этмоқда. Шунингдек, 2022 йилда ЎзРВБ савдо платформасида Молия вазирлиги томонидан чиқарилган инфратузилмани ривожлантириш учун мақсадли молиялаштиришга қаратилган давлат қимматли қоғозлари жойлаштирилди.

Ушбу қимматли қоғозлари инфратузилма лойиҳаларини молиялаштириш учун бюджет маблағлари тақчиллигини қоплашга, узоқ муддатли маблағларни жалб қилишга имкон беради. Бу эса институционал инвесторлар, яъни пенсия жамғармалари, суғурта компаниялари учун давлат қимматли қоғозлари жозибадорлигини оширади.

Хулоса ва таклифлар.

Хулоса ўрнида шуни таъкидлаш жоизки, Хорижий инвесторлар учун давлат қимматли қоғозлари бозорида савдо қилиш тартибини соддалаштириш лозим. Шунингдек, хорижий инвесторларга давлат қимматли қоғозлари бозорида бирламчи дилер фаолиятини олиб бориш имкониятини яратиш мақсадга мувофиқ бўлади. Шу билан бирга, иккиламчи бозорда давлат қимматли қоғозлари учун ҳисоб-китобларни «Т+2» шаклида ҳам жорий қилиш лозим. Бу эса, давлат қимматли қоғозлари иккиламчи савдосини ҳажмини ортиши имкон яратади.

Жаҳон амалиётига назар ташласак, фонд бозори таркибида давлат облигациялари (давлат томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар) бошқа турдаги қимматли қоғозлар учун пойдевор вазифасини ўтайди. Давлат облигацияларининг даромад ставкалари ўз навбатида хавфсиз (рисксиз) инвестициялар баҳосини кўрсатади. Шу сабабли, давлат қимматли қоғозлари бозори ликвидлигини ва барча турдаги инвесторлар учун очиқлигини таъминлашимиз лозим. Шунинг учун давлат қимматли қоғозларини ликвидли ва иккиламчи бозори ривожлантириш мақсадида маҳаллий фуқароларга ва хорижий инвесторларга ҳам давлат қимматли қоғозлари сотиши йўлга қўйиш лозим.

Адабиётлар/Литература/Reference:

Bhattacharyay, B. (2011). Bond market development in Asia: An empirical analysis of majordeterminants (ADB Working Paper 300). Tokyo: Asian Development Bank Institute.

Dattels, Peter, 1995. The Microstructure of Government Securities Markets (November 1995). IMF Working Paper, Vol. , pp. 1-90, 1995. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=883263>

Schinasi, Garry J. and R. Todd Smith (1998), “Fixed-Income Markets in the United States, Europe and Japan: Some Lessons for Emerging Markets,” IMF Working Paper WP/98/173 (December)..

Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. — М. : Инфра-М, 2016. — 378 с.

Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. –М.: Экономика, 2010. - 240 с.