



TIJORAT BANKLARINING QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORIDAGI EMISSION FAOLIYATINI TASHKIL ETISH: BOSQICHLI MODEL VA MAHALLIY BANKLARNING XALQARO EMISSIYA TAJRIBASI

Tillayev Xurshidjon Sulaymon o‘g‘li

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti “Bank ishi” kafedrası dotsenti, PhD

Tijorat banklarining fond bozorida o‘z qimmatli qog‘ozlarini muomalaga chiqarishi resurs manbalarini kengaytirish bilan birga milliy kapital bozorini chuqurlashtirish va uning likvidligini oshirishning muhim omiliga aylanmoqda. 2020–2025-yillarga mo‘ljallangan bank tizimini isloh qilish strategiyasida banklarning moliyaviy barqarorligini mustahkamlash, davlat ulushi bo‘lgan banklarni transformatsiya qilish va ularni kapitallashtirish ustuvor vazifa sifatida belgilangan [1]. Bank bozorda bir vaqtning o‘zida professional ishtirokchi (investor, anderrayer, broker) va yirik emitent sifatida qatnashadi, shuning uchun uning emission faoliyati Bazel standartlari doirasida kapital yetarliligini saqlash va uzoq muddatli barqaror resurslarni shakllantirish bilan uzviy bog‘liq [2]. Biroq ichki bozor likvidligining pastligi emissiyani ilmiy asoslangan bosqichli metodologiya asosida tashkil etishni taqozo etadi.

Tezisning maqsadi – banklarda emissiyani tashkil etishning tashkiliy-uslubiy asoslarini tizimlashtirish, uning bosqichli modelini taklif qilish va ushbu modelni mahalliy banklarning 2019–2025-yillardagi xalqaro emissiyalari misolida sinovdan o‘tkazishdan iborat.

Ilmiy adabiyotlarda F.Modilyani va M.Miller modeli real bozorda moliyalashtirish manbalarini tanlash kapital qiymatiga qanday ta’sir qilishini tahlil etish uchun tayanch nuqta bo‘lib xizmat qiladi [3]. Dj.Akerlofning “limonlar bozori” tadqiqoti axborot tafovuti sifatli mahsulotni bozordan siqib chiqarishini [4], M.Spens esa axborotga ega tomon o‘z sifatini qimmat “signal”lar orqali namoyon etishini ko‘rsatgan [5]. S.Mayers va N.Majluf rahbariyat investorlardan ko‘proq ma’lumotga ega bo‘lganda yangi aksiyalar chiqarilishi salbiy xabar sifatida qabul qilinishini asoslagan [6; 7], P.Hili va K.Palepu esa axborot oshkoraligi kapital qiymatini pasaytirib, likvidlikni oshirishini isbotlagan [8]. Emissiya bosqichlari F.Mishkin, P.Rouz va Dj.Sinki [9–11], bookbuilding va IPO narxini belgilash esa L.Benveniste, P.Spindt, Dj.Ritter va I.Uelch [12; 13] asarlarida yoritilgan.

Bank emissiyasi ikki yo‘nalishga ajraladi: aksiyalar chiqarish orqali regulyativ kapitalning birinchi darajali qismini mustahkamlashga qaratilgan emissiya hamda obligatsiyalar (shu jumladan subordinar), depozit sertifikatlar va veksellar orqali qarz majburiyatlarini yuzaga keltiruvchi emissiya. Ular huquqiy tabiati, qaror qabul qiluvchi organi (aksiyalar uchun – aksiyadorlar umumiy yig‘ilishi, oddiy obligatsiyalar uchun – odatda Kuzatuv kengashi), ulushlarning “suyulishi”, bozorga beradigan signali

va soliq oqibatlari bilan keskin farqlanadi [2; 6; 9]. Bank chiqaradigan vositalarning kapital ierarxiyasidagi o'ri 1-jadvalda umumlashtirilgan.

1-jadval.

Bank chiqaradigan vositalarning kapital ierarxiyasidagi o'ri

Vosita	Kapital tarkibidagi o'ri	Risk darajasi va qoplanish navbati
Oddiy (ta'minlanmagan) obligatsiyalar	Regulyativ kapitalga kiritilmaydi	Risk eng past; bankrotlikda birinchi navbatda qoplanadi
Subordinar obligatsiyalar	Ikkinchi darajali kapital (Tier 2)	Kreditordlardan keyin, aksiyadorlardan oldin qoplanadi
AT1 vositalari, CoCo obligatsiyalar	Qo'shimcha birinchi darajali kapital	Gibrid vosita; zararni qoplashda ishtirok etadi
Oddiy aksiyalar	Asosiy kapital (CET1)	Risk eng yuqori; oxirgi navbatda qoplanadi

Manba: Bazel III standartlari [2] asosida muallif tomonidan tuzilgan.

Mamlakatimizda emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqarilishi davlat ro'yxatidan o'tkazilishi shart [18], bunda emissiya prospekti emissiyaning axborot-signal vazifasini bajaradi. Bank o'z moliyaviy ahvolini investordan yaxshiroq bilgani sababli, bu tafovut bartaraf etilmasa investorlar barcha emitentlardan yuqori risk mukofotini talab qiladi va ishonchli banklar uchun ham kapital qimmatlashadi (salbiy tanlov). Shu bois prospektida emitent haqidagi umumiy ma'lumotlar, auditdan o'tgan moliyaviy ko'rsatkichlar, qimmatli qog'oz shartlari, mablag'lardan foydalanish maqsadi, risk omillari hamda andarrayting tartibi to'liq aks etishi lozim [4; 6; 8]. Tahlillar asosida emissiyani tashkil etishning yopiq sikl ko'rinishidagi besh bosqichli modeli ishlab chiqildi (2-jadval).

2-jadval.

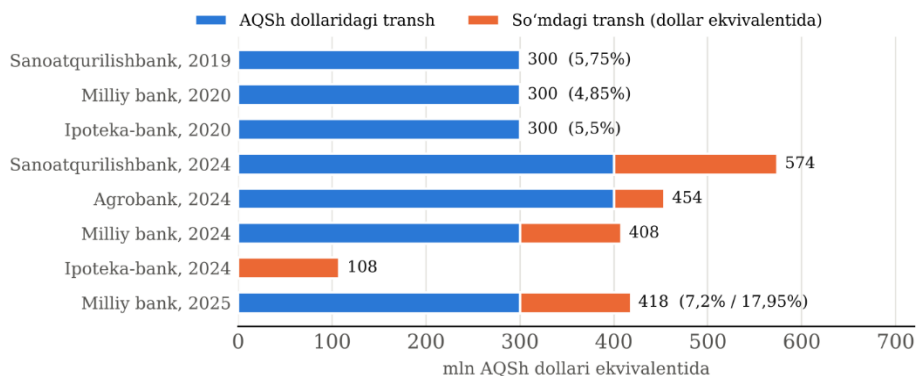
Bank emissiyasini tashkil etishning besh bosqichli sikl modeli

Bosqich	Asosiy mazmuni	Baholash ko'rsatkichi
1. Rejalashtirish	Kelgusi kapital taqchilligini baholash, stress-test, vosita turi, hajmi va muddatini tanlash	$\text{Kapital taqchilligi} = (\text{CAR}_{\text{me'yoriy}} - \text{CAR}_{\text{joriy}}) \times \text{RWA}_{\text{prognoz}}$
2. Sindikat tuzish	Andarrayting shakli (firm commitment, best efforts, bookbuilding); bosh andarrayter, hammenejerlar va sotuvchi guruh	$\text{Spred} = \text{P}_{\text{investor}} - \text{P}_{\text{emitent}}$ (yevroobligatsiyalarda 0,5–3%, IPOda 5–7%)
3. Joylashtirish	IPO/SPO, ochiq yoki xususiy taklif; bank emitent, andarrayter yoki investor sifatida	Buyurtmalar kitobi asosidagi yakuniy narx va kupon stavkasi
4. Marketmeykerlik	Ikkilamchi bozorda doimiy sotib olish va sotish kotirovkalarini e'lon qilish	$\text{Spred}_{\text{MM}} = (\text{Pask} - \text{Pbid}) / \text{Pmid} \times 100\%$
5. Monitoring va IR	Reyting agentliklari va investorlar bilan aloqa; natijalar keyingi siklning 1-bosqichiga qaytadi	$\text{Kredit spredi} = \text{risksiz stavka} + \text{defolt mukofoti} + \text{likvidlik mukofoti}$

Manba: muallif ishlanmasi.

Mahalliy banklarning tashqi kapital bozoriga chiqishi 2019-yildan, mamlakat ilk suveren kredit reytinglarini olishi bilan boshlandi (1-rasm). Sanoatqurilishbank 2019-

yil noyabrda London fond birjasida 5,75 foizli 300 mln dollarlik debyt yevroobligatsiyalarini joylashtirgan birinchi bank bo'ldi, 2020-yilda Milliy bank (4,85%) va Ipoteka-bank (5,5%) har biri 300 mln dollarlik besh yillik obligatsiyalar chiqardi [17]. 2024-yilda to'rt bankning emissiyalari hisobiga mamlakat xalqaro obligatsiyalar hajmi bo'yicha rekord ko'rsatkichga erishdi [15].



1-rasm. Mahalliy banklarning xalqaro obligatsiya emissiyalari (2019–2025-yy.)

Manba: [14; 15; 17] ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.

Uslubiy jihatdan eng e'tiborli misol – Milliy bankning 2025-yil iyulidagi ikki transhli emissiyasi: besh yillik 7,2 foizli 300 mln dollarlik va uch yillik 17,95 foizli 1,5 trln so'mlik transhlar orqali jami 418 mln dollar jalb etildi, investorlar talabi 1,3 mlrd dollardan oshdi [14]. Buyurtmalar kitobini shakllantirish jarayonida kuponlar dastlabki yo'riqnomaga nisbatan dollar transhida 130 bazis punktga, so'm transhida 192,5 bazis punktga pasaydi; bunga Fitch reytingni BB- dan BB ga ko'targani sabab bo'ldi. Bu reyting oshishi defolt mukofotini va kapital qiymatini pasaytirishini tasdiqlaydi. Suveren darajada esa 2023-yilda O'zbekiston London fond birjasida ilk bor milliy valyutadagi 16,25 foizli 4,25 trln so'mlik "yashil" obligatsiyalarni joylashtirib, ICMA tamoyillariga mos vositalar uchun banklarga institutsional zamin yaratdi [16; 19].

Shu bilan birga, tashqi bozordagi emission faollik Milliy bank, Sanoatqurilishbank, Ipoteka-bank va Agrobank kabi bir nechta yirik bankda jamlangan, xususi va kichik banklar esa bu jarayondan chetda qolmoqda. Bu Mayers–Majluf nazariyasiga mos keladi: axborot assimetriyasi yuqori, xalqaro reytingi bo'lmagan banklar uchun ommaviy emissiya juda qimmat [6].

Xulosa. Tahlil natijalari asosida quyidagi xulosa va takliflar shakllantirildi:

1. Bank emissiyasi mablag' jalb qilishning texnik usuli emas, balki kapital tuzilmasini strategik boshqarishning ko'p bosqichli tizimidir; kapital taqchilligini oldindan baholashga va stress-testlarga asoslangan besh bosqichli modelni banklarning ichki emissiya siyosatiga kiritish maqsadga muvofiq.

2. Emissiya prospektlari sifatini yagona mezonlar asosida baholash va "oshkoralik reytingi" tizimini joriy etish kichik banklar uchun axborot assimetriasini kamaytiradi.

3. Kichik va o'rta banklarga xususi joylashtirish va qisqartirilgan axborot memorandumini orqali soddalashtirilgan tartibda emissiya qilish imkoniyatini kengaytirish lozim.

4. Ikkilamchi bozorni jonlantirish uchun marketmeykerlarga imtiyozlar berish va bid-ask spreadini muntazam kuzatish, suveren "yashil" obligatsiyalar tajribasi

asosida banklar uchun “yashil” obligatsiyalar va sukuk chiqarish uslubiyatini ishlab chiqish zarur.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2020-yil 12-maydagi PF-5992-son “2020–2025-yillarga mo‘ljallangan O‘zbekiston Respublikasining bank tizimini isloh qilish strategiyasi to‘g‘risida”gi Farmoni.
2. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. — BIS, 2011.
3. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. — 1958. — Vol. 48(3). — P. 261–297.
4. Akerlof G.A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // Quarterly Journal of Economics. — 1970. — Vol. 84(3). — P. 488–500.
5. Spence M. Job Market Signaling // Quarterly Journal of Economics. — 1973. — Vol. 87(3). — P. 355–374.
6. Myers S.C., Majluf N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. — 1984. — Vol. 13(2). — P. 187–221.
7. Myers S.C. The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance. — 1984. — Vol. 39(3). — P. 575–592.
8. Healy P.M., Palepu K.G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets // Journal of Accounting and Economics. — 2001. — Vol. 31(1–3). — P. 405–440.
9. Mishkin F.S., Eakins S.G. Financial Markets and Institutions. 9th ed. — Pearson, 2018.
10. Rose P.S., Hudgins S.C. Bank Management & Financial Services. 9th ed. — McGraw-Hill/Irwin, 2013.
11. Sinkey J.F. Commercial Bank Financial Management in the Financial-Services Industry. 6th ed. — Prentice Hall, 2002.
12. Benveniste L.M., Spindt P.A. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues // Journal of Financial Economics. — 1989. — Vol. 24(2). — P. 343–361.
13. Ritter J.R., Welch I. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations // Journal of Finance. — 2002. — Vol. 57(4). — P. 1795–1828.
14. NBU Successfully Places US\$418 Million and 1.5 Trillion Soums Eurobonds on International Capital Markets // UzDaily.uz, 2025.
15. Uzbekistan Sets Record in 2024 with \$4 Billion in Eurobond Issuance // Fergana Agency, 2025.
16. The Republic of Uzbekistan has placed “green” sovereign Eurobonds in the national currency for the first time // INVEXI, 2023.
17. Cbonds. International bonds of Uzpromstroybank, National Bank of Uzbekistan and Ipoteka Bank (2019–2025). — cbonds.com
18. O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonuni, 2015-yil 3-iyun, O‘RQ-387-son.