

А.Р.Бердиев,
ЎЗР БМА тингловчиси, “Ўзмиллийбанк” АЖ Ғазначилик
департаменти Ташқи савдо контрактларини мониторинг қилиш ва
қимматбаҳо металллар билан операциялар бўлими бошлиғи

ЎЗБЕКИСТОНДА ОПЦИОН ВА ФЮЧЕРС БОЗОРЛАРИНИ ШАКЛЛАНТИРИШ ЙЎЛЛАРИ

Аннотация: Ушбу илмий иш Ўзбекистонда фючерс ва опцион бозорларини ўрганади. Мавзуни Ўзбекистон мисолида кўриб чиқишдан мақсад, хорижий мамлакат тажрибалари ўрганиш ва улардаги мувофақиятли моделлари, механизмлари ва асосларини мамалакатдаги фючерс ва опцион деривативлари савдосини йўлга қуйиш ва ривожлантиришга йўналтиришдир. Биринчидан, илмий ишда Ўзбекистонда фючерс ва опцион бозорларини ўрганади. Иккинчидан, фючерс ва опцион бозорларини шакллантириш ва ривожлантириш йўллари буйича жаҳон тажрибаси ўрганилади. Учинчидан, ушбу илмий иш Ўзбекистонда фючерс ва опцион бозорлари ривожлантириш стратегиялари ва уларни ривожлантиришга тўсқинлик қиладиган омилларни ўрганади.

Калит сўзлар: фючерс, опцион, капитал бозор, деривативлар, молиявий инструментлар

Аннотация: В данной исследовательской работе рассматриваются рынки фьючерсов и опционов в Узбекистане. Цель рассмотрения темы на примере Узбекистана - изучить опыт зарубежных стран и направить их успешные модели, механизмы и основы для запуска и развития торговли фьючерсными и опционными деривативами в стране. Во-первых, он изучает рынки фьючерсов и опционов в Узбекистане. Во-вторых, изучается мировой опыт по путям формирования и развития рынков фьючерсов и опционов. В-третьих, в данной научной работе рассматриваются стратегии развития рынков фьючерсов и опционов и факторы, препятствующие их развитию в Узбекистане.

Ключевые слова: фьючерсы, опционы, рынок капитала, деривативы, финансовые инструменты

Annotation: This research is focused on analyzing futures and options markets in Uzbekistan. The aim is that it is prioritized to learn from the foreign countries experiences and practices, adapt the successful models and mechanisms of developing of futures and options markets into development of futures and options market in Uzbekistan. Firstly, it was aimed to analyze the current futures and options market in Uzbekistan. Secondly, research will analyze the foreign countries' practices of developing of futures and options market. Thirdly, research will analyze the factors negatively affecting futures and options market development and strategy formulation for developing the futures and options market in Uzbekistan.

Key words: Futures, options, equity/capital market, derivatives, financial instruments

Кириш

Ўзбекистонда фючерс ва опцион бозорлари хали ривожланмаган ва бундай бозорлар мавжуд эмаслигини таъкидлаш мумкин. Аммо, ушбу фючерс ва опцион бозорларини ривожлантириш бўйича давлат томонидан қарорлар ва аниқ режалар тузилган. Шунга қарамай ханузгача фючерс ва опцион шартномалари тузилмаган. Капитал бозори савдо хажми эса Ўзбекистонда ялпи ички маҳсулотнинг атиги 6 фоизини ташкил этади. Ушбу турдаги молиявий инструментлар жаҳонда ривожланиб бўлганлиги ва самарали ишлаётганлиги ҳисобга олган ҳолда капитал бозори ривожлантириш, айниқса фючерс ва опцион бозорларини шакллантириш ва унинг иқтисодиётга ижобий таъсирини ошириш чора-тадбирларни фаоллаштириш мақсадга мувофиқ.

Яна бир асосий сабабларидан бири молиявий дериватив бозори иштирокчиларига етарлича шарт шароитлар яратилмаганлиги, хусусан, товар ва маҳсулотлар турли диверсификация қилинмаганлиги, молиявий дериватив эмитентларига эга эмаслиги, ҳисоб-китоб клиринг марказлари ва палаталари, трейдерлар, банк ва бошқа молиявий ташкилотларга тартиблар ишлаб чиқилмаганлиги ёки амалиётда қўлланмаганлиги деб ҳисобланади. Шунинг учун хорижий тажриба ва ички молия бозори иштирокчиларнинг ўзига хос хусусиятларни ҳисобга олган ҳолда тегишли барча жихатларини комплекс тартиб солувчи қонун ҳужжатлари бозорга тадбиқ этиш зарур.

Мавзуга оид адабиётлар таҳлили

Мамлакатимизнинг турли илмий ходимлари капитал бозорни шакллантириш ва ривожлантириш йўллари таҳлил қилишган. Хусусан, Маматқулов Ш.¹ “Фонд бозори инфратузилмаси ва фонд биржаларини ривожлантиришнинг Хитой тажрибаси” мавзусида илмий иш олиб борган. Илмий ишнинг асосий мақсади Хитой фонд бозори тажрибаси асосида Ўзбекистонда капитал бозорини модернизация ва диверсификациялаш моделлари қисман таҳлил қилинган. Бироқ, ушбу илмий иш капитал бозор бўйича умумий таҳлил қилинган бўлиб, молиявий дериватив инструментлари (фючерс ва опцион) бўйича аниқ бир таҳлил ва моделлар Хитой тажрибаси асосида кўриб чиқилмаган.

Туйчиев Н.². “Халқаро капитал бозори ривожланишининг тенденциялари” мавзусида илмий мавола чоп этган. Ушбу мақолада Ўзбекистонда капитал бозорнинг ривожланиш тенденциялари, унга тўсқинлик қилаётган омиллар ва ривожлантириш йўллари бўйича асосий тушунчалар берилган. Аммо, ушбу мақола аниқ бир давлатнинг фонд бозори тажрибаси ва модели таҳлилини олиб бормаган. Шунга кўра ушбу мақола молиявий дериватив инструментлари (фючерс ва опцион) бўйича аниқ бир хулоса ва тажрибани муҳокама қилмаган.

¹ Маматқулов Ш. (2022). Фонд бозори инфратузилмаси ва фонд биржаларини ривожлантиришнинг Хитой тажрибасию <https://doi.org/10.24412/2181-1784-2022-23-1062-1067>

² Туйчиев Н.А. (2022). Халқаро капитал бозори ривожланишининг тенденциялари. <https://e-journal.uz/2022/05/17/~>

Ш.Шоҳаъзамийнинг³ “Ўзбекистон Республикаси фонд бозоринини стратегик ислох қилиш методикаси асослари ва истиқболлари” мавзусида олиб борилган илмий иши Хитой иккиламчи қимматли қоғозлар бозори яъни молиявий дериватив инструменталари бозори шакллантириш ва ривожлантириш тажрибаси ва механизмини Ўзбекистон фонд бозорига тқбиқ этиш тавсия этилган. Таъкидлашча, Хитой фонд бозори савдо жихатидан энг йирикларидан хисобланган бўлиб, уларнинг тажрибасини қўллаш Ўзбекистоннинг иккиламчи қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришига олиб келади. Шу билан бирга иккиламчи қимматли қоғозлар бозорини ривожланиши Ўзбекистон иқтисодиётига ижобий хисса қўшиб ЯИМдаги улиши ортишини кўрстиб берган. Бунинг натижасида Ўзбекистоннинг реал сектор корхоналари қимматли қоғозларига хорижий инвесторлар қизиқиши ортишига олиб келади⁴. Бироқ, тадқиқот натижалари кенг қўламдаги дериватив бозорлари таъсифи, шаклланиши ва унинг ривожланиши йўллари атрофлича ўрганиб чиқилмаганини кўрсатади.

Хитой ва Ўзбекистон фонд бозорларини таққослаш йўли билан тахлил қилган ҳолатда Ўзбекистон фонд бозорини камчилик ва ривожланишга тўсқинлик қилаётган омилларни бир нечта илмий ишлар кесимида кўришимиз мумкин. Хусусан, Бутиков И.⁵ нинг “Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш ва амалга ошириш муаммолари” устида олиб борилган илмий иши шуни кўрсатдики, Ўзбекистонда иккиламчи қимматли қоғозлар бозори ривожланиш даражаси Хитойга нисбатан анча орқада қолганлигини такидлаб ўтади. Ўзбекистонда кўпгина қонунлар ва тартиблар фьючерс ва опцион шартномаларини тузиш ва уларни юритиш буйича рухсат берилганига қарамай амалда фьючерс ва опцион шартномалари фонд бозорида мавжуд эмас⁶. Шу билан бирга, ушбу молиявий дериватив инструментлари жаҳон фонд бозорида катта рол ўйнайди ва Хитой мисолида ушбу деривативлар самарали ишлаб келмоқда. Бундан кўриниб турибдики, савдо айланмасининг асосий қисми банкларнинг акцияларини ташкил қилган бир шароитда, Ўзбекистоннинг фонд бозорини реал сектор улушини ошириш йўли билан чуқур диверсификация қилиш ва Хитой ва Осиё-Тинч океяни минтақасидаги капитал бозори ривожланган давлатларнинг ривожлантириш модел ва механизмлар тажрибасидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ бўлади.

Тадқиқот методологияси

Ўзбекистонда фьючерс ва бозорлари мавжуд эмаслиги сабаб уларни тахлил қилишни иложи йўқ. Шу сабаб, фьючерс ва бозорларни шакллантириш ва ривожлантириш йўллари ва жаҳон тажрибаси асосида назарий жихатдан тахлил қилади. Аммо, капитал бозорида иқтисодиётга таъсирини (ижобий ва салбий)

³ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане, Автореферат дисс...доктора. экон. наук. - Ташкент, БФА, 2011.

⁴ Ўша манба

⁵ Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане, Автореферат дисс. доктора, экон. наук. -Ташкент, БФА, 2009.

⁶ Ўша манба

ўрганиш учун ушбу тадқиқот регрессия формуласини қўлади. Ушбу регрессия тахлили капитал бозори иқтисодиётга таъсири борми ёки ёқлигини аниқлайди. Таҳлилдан олинган натижаси капитал бозорини иқтисодиётга таъсирини кучайтириш учун уни ривожлантиришга катта эътибор беришлилигини тавсия этади.

Ушбу илмий ишда ишлатилган регрессия формуласи қуйидагидан иборат:

$$Y_t = C + \alpha X_t + \varepsilon_{jt}$$

Таҳлил ва натижалар

Ўзбекистон Республикаси фонд биржаси инвесторлар сони ва компаниялар сони бўйича чуқур ривожланмаган. 2021 йил январ ойига келиб фонд бозори капиталлашуви (5,23 миллиард доллар) мамлакат ялпи ички маҳсулотининг атиги 9,4 фоизни ташкил этган. Хозирга келиб фонд бозорида атига 145 та корхоналари ўз акцияларини жойлаштирган ва кунлик савдо ҳажми тахминан 200 000 АҚШ долларни ташкил этадию Бу эса ўз навбатида Ўзбекистон Республикаси фонд биржасининг кичик ва паст савдо ликвидлигини акс эттиради. Бундан ташқари Ўзбекистон Республикаси фонд биржаси ЯИМга нисбатан капиталлашуви минтақавий тенгдошларидан анча паст. Мисол учун ушбу кўрсаткич Қозғистонда 21 фоизни, Полшада 27 фоизни ва Россия Федерациясида 39 фоизни ташкил этади.

Капитал бозорини дастлабки тахлиliga кўра Ўзбекистонда ушбу бозор шакллантирилган. Аммо ушбу фонд бозорини ривожлантириш, молиявий дериватив инструментларини портфелини кенгайтириш, эмитент ва инвесторларни ҳуқуқ ва мажбуриятларини такомиллаштириш механизмлари дастлабки босқичда деб ҳисобланади. Бу эса ўз ўрнида фьючерс ва опционлар бозорларини шакллантириш бўйича етарлича тажриба йўқлигини билдиради.

Ўзбекистонда фьючерс ва опцион бозорлари хали ривожланмаган ва бундай бозорлар мавжуд эмаслигини таъкидлаш мумкин. Аммо, ушбу фьючерс ва опцион бозорларини ривожлантириш бўйича давлат томонидан қарорлар ва аниқ режалар тузилган. Хусусан, Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлигининг 2 апрел 1997 йил кунги 320-сон “Қимматли қоғозларнинг ҳисилаларини чиқариш ва муомалада булиши” тартиби тўғрисидаги қарорига мувофиқ фьючерс ва опцион қимматли қоғозларини муомалага чиқариш ва уларни юритиш ҳақида қоидалар белгиланган бўлсада, қимматли қоғозлар бозорида фьючерс ва опционларни муомаласини ва савдосини кўриш анча мушкул. Бундан кўриб турибдики фьючерс ва опционлар бўйича Ўзбекистон тадбиркорлар ва ишлаб чиқарувчилар томонидан тушунчалар етрали эмас ҳамда давлат томонидан аниқ бир стратегик инфратузилмалар жорий этилмаган. Бундан ташқари фьючерс ва опционлар ҳақида қарорлар бўлсада, давлат томонидан аниқ бир режа асосида ривожлантириш режаси тузилмаган ва жаҳон тажрибаси ўрганилмаган.

Таҳлил натижалари шуни кўрсатдики, капитал бозорини иқтисодиётга ижобий таъсири мавжуд. Регрессия натижалари шуни кўрсатдики, капитал бозорини ЯИМдаги улуши 1 фоизга ошиши ЯИМни 0.33 фоизга ошишини

таъминлайди (Расм 2.3.3). Бундан хулоса қилиб капитал бозорни Ўзбекистонда ривожланиши уни фонд бозорини ликвидлиги оширади, хусусий ва реал секторга маблағлар оқимини оширади ва иқдисодий ривожлантиради.

Жаҳон тажрибасини олсак, Жанубий Кореяда ушбу капитал деривативларининг (фьючерс ва опционлар) самарали ўсиши ва минтақада энг йирик бозорлардан бири бўлиши, ушбу давлатда фьючерс ва опцион савдоларига шакллантирилган инфратузилмалар ва инвесторлар базасини қўллаб қувватлаш масадида яратилган қулай ҳуқуқий ва меъёрий асослари билан изоҳланади. Бунга мисол қилиб, Жанубий Корея давлатининг фьючерс биржасида (KOFEX) онлайн ва рақамли дастур асосида савдо платформаси яратилганлигини кўрсатиш мумкин. Ушбу соддалаштирилган савдо платформаси асосида чакана инвесторларга энг кам транзаксия харажатлари ва маржа талаблари асосида фьючерс ва опцион шартномаларини таклиф этади. Хиндистон ва Таиланд фьючерс ва опцион бозорланишини ривожлантиришни Жанубий Корея услубини қўллаган ҳолда ушбу бозорни ривожлантирган, кенгайтирган ва самарадорлигини оширган. Ушбу услуб айниқса индекс фьючерс ва опцион бозорини ривожлантиришни ва ўни минтақада етакчи ўринларга олиб чиқишда муҳим аҳамиятга эга бўлган.

Хорижий давлатда маҳаллий ва хорижий институционал трейдер ва инвесторлар киришни таъминлайдиган яхши ишлаб чиқилган савдо майдончаларига ва нақд пул ва деривативлар савдосига адолатли муносабатда бўлишини таъминлайдиган ишончли солиқ режимларига эга. Бундан ташқари хорижий давлатда капитал бозор ва деривативларни тартибга солиш қонун ва йўлланмалар тадбиқ этилган. Бундан кўриниб турибдики ҳуқуқий ва институционал инфратузилмаларга катта эътибор бериб капитал дериватив бозорлари шакллантирган давлатларда ушбу бозорларни жадал ривожланишини кафолатлайди. Таққослаш жоизки, капитал дериватив бозорлари ривожланмаган ёки суғурталанган давлатларида савдо инфратузилмаси заифлигини, дериватив шартномаларга рухсат бериш ва бажарилишини таъминлайдиган қонун йўқлигини, фьючерс ва опционлар деривативлар савдосига солиқ ставкаларини юқорилигини, қисқа муддатли савдони тақиқланганлигини ва чет эл сармоядорлар томонидан инвестицияларни чекланганлигини кузатиш мумкин.

Ривожланаётган Осиё давлатларида капитал дериватив бозорларни, хусусан фьючерс ва опцион савдоларини ривожланишига тўсқинлик қилаётган асосий омиллари нақд пул бозори ликвидлиги, савдо инфратузилмасидаги жиддий камчиликлар ва қонунчилик ва меъёрий-ҳуқуқий базанинг этарли эмаслиги важ қилиб кўрсатилган. Такидлаш лозимки, капитал деривативларни савдо ҳажмини жадал ривожланиши нақд пул бозори ликвидлигига боғлиқ чунки, деривативларнинг ривожланиши нархларнинг самарали шаклланишини таъминлаш учун ликвидли гаровни (шу жумладан нархлаш мезонларини) талаб қилади.

Нақд пул бозори ликвидлиги паст бўлган баъзи бир Осиё давлатларида шаффофлик ва корпоратив бошқарув муаммоларини бужудга келади. Бу эса ўз-ўзидан ахборот носимметриклигини (information asymmetry), фьючерс ва опцион

бозор нархидан юқори нархда таклиф қилиниши (bid-asked spreads) ва чекланган савдоларни вужудга келтиради. Осиёдаги бир мунча давлатлар шаффофлик ва корпоратив бошқарув билан боғлиқ муаммоларни ечимини топган бўлсада, сармоядорлар ва трейдерларнинг асосий талаблари бошқарувни ва молиявий шаффофлик ва ошқораликни яхшилаш йўлидаги мавжуд асослар ва стандарларни ривожлантиришга қаратилган. Шу каби муаммолар Филиппинда, Индонезия ва Таиланд давлатларда капитал дериватив бозорларини жадал ривожланишида иқтисодий чеклов бўлиб қолмоқда.

Хулоса ва таклифлар

Фючерс ва опцион деривативлари капитал бозорнинг энг муҳим молиявий инструментлари ҳисобланади. Уларнинг иқтисодиётга бўлган ижобий таъсири юқори бўлиб мамлакат ичида маҳсулотлар савдоси ва молиявий инфратузилмаларни ривожлантиради. Ўзбекистонда фючерс ва опцион бозорлари шакллантиришга қонун томонида рухсат берилган бўлсада, ушбу турдаги шартномалари фонд бозорида мавжуд эмаслигини кўрсатди. Бу эса Ўзбекистонда фючерс ва опцион бозорлари Таҳлилини йўққа чиқариб, илмий-назарий ўрганишларга тўсқинлик қилади.

Ушбу мавзунини Ўзбекистон мисолида кўриб чиқишдан мақсад, хорижий мамлакат тажрибалари ўрганиш ва улардаги мувофақиятли моделларни, механизмлари ва асосларини мамлакатдаги фючерс ва опцион деривативлари савдосини йўлга қуйиш ва ривожлантиришга йўналтиришдир.

Таҳлиллар натижасига кўра капитал деривативларининг (фючерс ва опционлар) самарали ривожланиши, ушбу давлатда фючерс ва опцион савдоларига шакллантирилган инфратузилмалар ва инвесторлар базасини кўллаб қувватлаш масадида яратилган қулай ҳуқуқий ва меъёрий асослари билан изоҳланади. Бунга мисол қилиб, Жанубий Корея, Хиндистон, Бразилия ва АҚШ давлатларини келтириш мумкин.

Янги технологиялар, хусусан, онлайн ва рақамли дастур асосида савдо платформаси яратилиши ушбу бозорни ишлаш самарадорлигини (транзаксия харажатлари ва маржа талаблари камайтиради) оширади ва савдоларни янада соддалаштиради. Бундан ташқари, валюта бозорини тўлиқ либерализацияланган, эркин бозор шароитларини яратган ва уларни назоратини тартибга солган давлатларнинг фючерс ва опционларида спекулятив муҳитни камайтириб, капитал дериватив бозорларининг жадал ривожланишига ижобий таъсир кўрсатади.

Капитал бозори ривожланган давлатларда ушбу давлатларда яратилган мустаҳкам оператсион ва ҳуқуқий инфратузилмалар натижасида вужудга келганлигини кўришга мувофақ бўлди. Ушбу бозорларда маҳаллий ва хорижий институционал трейдер ва инвесторлар киришни таъминлайдиган яхши ишлаб чиқилган савдо майдончаларига ва нақд пул ва деривативлар савдосига адолатли муносабатда бўлишини таъминлайдиган ишончли солиқ режимларига эга бўлган. Бундан хулоса қилиб айтиш мумкинки, ҳуқуқий ва институционал инфратузилмаларга катта эътибор бериб капитал дериватив бозорлари

шакллантирган давлатларда ушбу бозорларни жадал ривожланишини кафолатлаган.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. Аллен, Ф. ва Гейл, Д. (1999). Фикрлар хилма-хиллиги ва янги технологияларни молиялаштириш. *Journal of Financial Intermediation*, 8, 68–89 бетлар.
2. Андреас, А.Ж. (2007). Ривожланаётган Осиёда капитал дериватив бозорлари ривожланиши. Жахон Банки, Январ 2007.
3. Бутиков И.Л. (2009) Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане, Автореферат дисс...доктора. экон. наук.-Ташкент, БФА.
4. Блек, Ф. ва Скоулз, М. (1973). Опцион нархларининг формуласи ва корпоратив пассивлар. *Journal of Political Economy*, 81 (3), 637–654 бетлар.
5. Грант, Л.К. (2014). Трейдинг рисклар: Рискни назорат қилиш йўли билан рентабилликни ошириш. John Wiley & Sons, 218 бет.
6. Дежановски, А. (2014). The role and importance of the options as a unstandardized financial derivatives. *TEM Journal*, 2015, pp. 81-87.
7. Жобст, А. А., (2006). Ривожланаётган Осиёда суверин секюритизация. *Journal of Structured Finance*, 12(3).
8. Ирвин, С. ва Сандерс, Д. (2010). Индекс ва своп фондларининг товар фьючерс бозорларига таъсири: дастлабки натижалар. ОЕСД Озиқ-овқат, қишлоқ хўжалиги ва балиқчилик ҳужжатлари, 27, 1-30 бетлар.
9. Копанс, С. (2019). Фьючерс бозори ва замонавий қишлоқ хўжалиги товарлари ва фермерларга таъсири. Вермонт университети, сиёсий иқтисод, тезис.
10. Леги, Ж. (2006). Хиндистонда хедж молиялаштиришга рухсат берилди. *Financial Times*, 7 Декабр, 19 бет
11. Минтерт, Ж. ва Велч, М. (2019). Фьючерс бозорига кириш. Техас А&М тизими, 1, 1-9-бетлар.
12. Мику, М. ва Уппер, (2006). Дериватив бозорлари. *BIS Quarterly Review*, pp. 41.
13. Счинаси, Г. Ж., Крейг, Р. С., Дрис, Б. ва Кремер, С.Ф. (2003). Замонавий банклар ва биржадан ташқари дериватив (ОТС) бозорлари, IMF, 203.
14. Хулл, Ж.С. (2010). *Опционлар, фьючерслар ва бошқа ҳосилалар*. 8-нашр. Pearson Education, Prentice Hall.
15. Шоҳаъзамий Ш.Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане, Автореферат дисс. доктора экон. наук. - Ташкент, БФА, 2011.