



## OBLIGATSIYALARNING BOZORDAGI DAROMADLILIGIGA TA'SIR QILUVCHI OMILLAR TAHLILI

**Sindarov Fazliddin Qaxramonovich**

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi

“O‘zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari va muammolari”

ilmiy-tadqiqot markazi stajor-tadqiqotchisi

[https://doi.org/10.55439/ECED/vol25\\_iss2/a22](https://doi.org/10.55439/ECED/vol25_iss2/a22)

**Annotatsiya.** Ushbu maqolada obligatsiyalarning moliyaviy resurslarni jalb qilishdagi ahamiyati, obligatsiyalarning bozordagi bahosi shakllanishi va bozordagi daromadliligiga ta'sir qiluvchi omillar tadqiq qilingan. Obligatsiyalardan kutilayotgan daromadlilik stavkasiga ta'sir qiluvchi asosiy omillar sifatida suveren kredit reytinglari, inflatsiya, foiz stavkalari, obligatsiyaning so'ndirish muddati va valyuta kurslari bilan bo'g'liq risklar ilmiy jihatdan batafsil o'rganilgan. Maqoladagi ma'lumotlar O'zbekiston, Singapur va Avstraliyaning xalqaro fond bozorlariga chiqarilgan obligatsiyalar misolida o'rganilgan va tahlil qilingan.

**Kalit so'zlar:** obligatsiya, portfel investitsiya, qimmatli qog'ozlar, obligatsiya daromadliligi, kupon stavkasi, obligatsiyani so'ndirish muddati, inflatsiya, foiz stavkalari, suveren kredit reytinglari.

## АНАЛИЗ ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ НА РЫНКЕ

**Синдаров Фазлиддин Кахраманович**

Независимый исследователь исследовательский центр «Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана» при Ташкентском государственном экономическом университете

**Аннотация.** В данной статье изучено значение облигаций в привлечении финансовых ресурсов, формировании рыночной цены облигаций и факторах, влияющих на их доходность на рынке. Подробно научно изучены риски, связанные с суверенными кредитными рейтингами, инфляцией, процентными ставками, сроками погашения облигаций и обменными курсами как основными факторами, влияющими на ожидаемую доходность облигаций. Информация в статье изучена и проанализирована на примере облигаций, выпущенных евробонды Узбекистана, Сингапура и Австралии на международные фондовые рынки.

**Ключевые слова:** облигация, портфельные инвестиции, ценные бумаги, доходность облигаций, купонная ставка, доходность к погашению, инфляция, процентные ставки, суверенные кредитные рейтинги.

## ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING BOND YIELD IN THE MARKET

**Sindarov Fazliddin Kakhramanovich**

Independent researcher Research center

"Scientific bases and problems of the development of the economy of Uzbekistan" under the Tashkent State University of Economics

**Abstract.** In this state, the importance of bonds and the use of financial resources, the formation of the market price of bonds and factors, the investor's profitability and the market have been studied. A detailed scientific study of the risk associated with sovereign credit ratings, inflation, interest rates, bond repayment terms and exchange rates as basic factors, the investor's expected return on the bond. Information in the state is analyzed and analyzed on primary bonds, issued Eurobonds to Uzbekistan, Singapore and Australia and international stock markets.

**Key words.** Bond, portfolio investment, securities, bond yield, coupon rate, yield to maturity, inflation, interest rates, sovereign credit ratings

**Kirish.** So'nggi yillarda davlat va yirik kompaniyalar o'z faoliyatini moliyalashtirish uchun an'anaviy bank kreditlariga alternativ moliyaviy instrument hisoblangan obligatsiyalar vositasida qarz mablag'larini jalb qilish ustivorlik qilmoqda.

Obligatsiya ma'lum bir muddat uchun tuziluvchi shartnoma bo'lib, unga ko'ra qarz oluvchi obligatsiya egalariga ma'lum vaqt oraliqlarida foizlar va asosiy qarzni to'lash majburiyatini yuklovchi qimmatli qog'oz hisoblanadi. Obligatsiya, asosan, uzoq muddatli qarz kapitaliga muhtoj bo'lgan suveren hukumatlar, kompaniyalar va munitsipalitetlar tomonidan turli investitsion loyihalar, infratuzilmalarni rivojlantirish loyihalari va davlat budjeti defitsitini moliyalashtirish uchun emissiya qilinadi. Investorlar uchun davlat va korporativ obligatsiyalar investitsiya portfelini diversifikatsiya qilish uchun riski past bo'lgan moliyaviy instrument hisoblanadi. Obligatsiyalarining riski aksiyalarga qaraganda pastligi sababli ulardan kutilayotgan daromad ham aksiyalardan kutilayotgan daromad stavkasidan pastroq hisoblanadi. Shunday bo'lsa-da, barqaror daromadni xohlovchi investorlar uchun obligatsiyalarining jozibadorligi aksiyalarga nisbatan yuqori hisoblanadi. Investorlar bozorda mavjud obligatsiyalarga investitsiya kiritishda eng muhim e'tibor beriladigan jihat ulardan kutilayotgan daromad stavkasi va unga ta'sir qiluvchi omillar hisoblanadi. Obligatsiyalarining bozordagi daromadlilikiga ta'sir qiluvchi omillarni to'g'ri baholash barqaror daromadli investitsiya instrumentini tanlashga imkon beradi.

**Adabiyotlar tahlili.** Obligatsiyaning narxi va daromadlilik o'rtasidagi teskari bo'g'liqlik mavjudligi va defolt riski sababli obligatsiyalarining bozordagi narxi vaqt o'tishi bilan dinamik ravishda o'zgarib turadi [1].

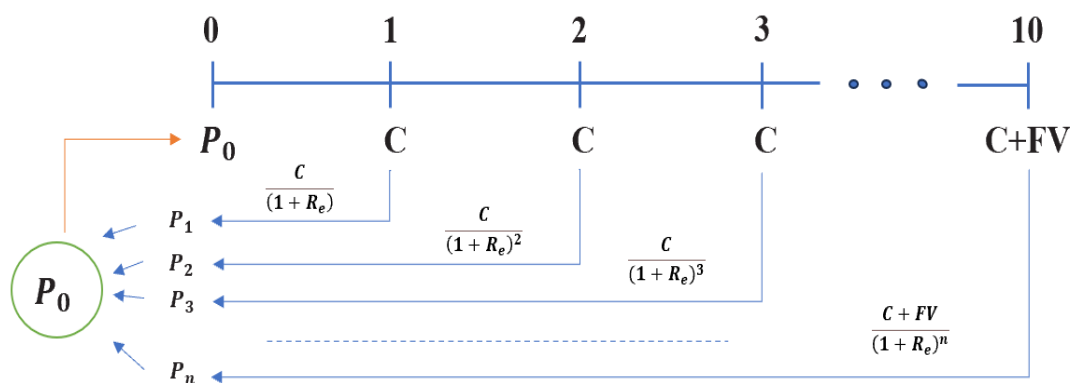
Obligatsiyalarining daromadlilikiga ta'sir qiluvchi asosiy omillardan biri kredit reytingi

hisoblanadi. AAA kredit reytingiga ega bo'lgan obligatsiyalar BBB kredit reytingiga ega bo'lgan obligatsiyalarga qaraganda riski past bo'lganligi uchun kutilayotgan daromad stavkasi ham uzoq muddatli davrda past bo'ladi. Turli reytingga ega bo'lgan obligatsiyalardan kutilayotgan daromad stavkalari o'rtasidagi farq vaqt o'tishi bilan dinamik ravishda o'zgarib turadi. Olib borilgan tadqiqotlar ko'rsatishicha, AAA va BBB kredit reytingiga ega bo'lgan obligatsiyalardan kutilayotgan daromad stavkasi 1% ko'proqqa farq qilgan. Moliyaviy inqiroz sodir bo'lgan 2007-2008-yillarda bu farq 3.8%ga yetgan. Buning asosiy sababi moliyaviy noaniqlik sharoitida investorlar ko'proq riski past bo'lgan aktivlarga investitsiya kiritishni afzal ko'radi. Bu esa reytingi past bo'lgan obligatsiyalarining jozibadorligi inqiroz paytida yanada pasayishiga olib kelgan [2].

Obligatsiyalarining bozordagi qiymatiga uchta element ta'sir qiladi. Bular: kutilayotgan pul oqimlarining miqdori va muddati, pul oqimlarining risklilik, investitsiyadan kutilayotgan daromad darajasi. Birinchi ikkita omil aktivning xususiyati hisoblansa, uchinchi omil qimmatli qog'ozni sotib olish yoki saqlash uchun talab qilinadigan minimal daromad darajasi hisoblanadi [3].

**Tadqiqot metodologiyasi.** Obligatsiya sotuvga chiqarilgandan so'ng obligatsiyaning so'ndirish muddati, kupon stavkasi, emitentning kredit reytingi va iqtisodiyotdagi turli xil risk darajalari kabi obligatsiyaga bevosita va bilvosita omillarga qarab obligatsiyaning bozordagi daromadlilik stavkasi ( $R_e$ ) shakllanadi. Bu esa obligatsiyaning bozordagi qiymati uning nominal narxidan baland ham, past ham sotilishini belgilovchi asosiy omil hisoblanadi.

Obligatsiyaning bozor qiymati (ichki qiymati) deganda, obligatsiyani ochiq bozorda sotib olish yoki sotish mumkin bo'lgan dastlabki investitsiya qiymati tushuniladi.



$$P_0 = P_1 + P_2 + P_3 + \dots + P_n$$

1-rasm. Obligatsiyaning bozordagi joriy qiymatini topish chizmasi

Obligatsiyaning bozor qiymatini obligatsiyaning kelajakdagi pul oqimlarining joriy qiymatlari yig'indisi sifatida izohlash mumkin.

Bizga obligatsiyaning nominal qiymati ( $FV$ ), so'ndirilish muddati ( $n$ ), kupon stavkasi ( $C\%$ ) va bozordagi daromadlilik stavkasi ( $YTM$  yoki  $R_e$ ) berilgan bo'lsa, obligatsiyaning ichki qiymatini ( $P_0$ ), ya'ni bozordagi qiymatini quyidagi formula orqali topishimiz mumkin.

$$P_0 = \frac{C}{R_e} * \left(1 - \frac{1}{(1 + R_e)^n}\right) + \frac{FV}{(1 + R_e)^n}$$

Investorlarning obligatsiyalarga investitsiya kiritishidan asosiy maqsad, tabiiyki, ma'lum bir daromad ko'rish hisoblanadi. Obligatsiyaning joriy daromadlilikini ( $CY$ ) quyidagi formula orqali topish mumkin [10].

$$CY = \frac{\text{Yillik kupon to'lovlari}}{\text{Obligatsiyaning bozordagi joriy bahosi}}$$

Obligatsiyaning joriy daromadlilik stavkasi obligatsiyaning bozordagi joriy bahosi o'zgarishiga qarab o'zgarib turadi. Agar obligatsiyaning bozor bahosi uning nominal qiymatidan oshsa, daromadlilik kupon stavkasidan past bo'ladi. Aksincha, agar bozor bahosi nominaldan pastga tushsa, daromad kupon stavkasidan yuqori bo'ladi. Ya'ni obligatsiyaning daromadlilik stavkasi va bozordagi bahosi bir-biriga teskasi yo'nalishda harakat qiladi. Investor uchun obligatsiyaning daromadlilik uning jozibadorligini ta'minlovchi asosiy omil hisoblanadi.

Investorlar uchun obligatsiyaning joriy daromadlilikidan ( $CY$ ) ko'ra so'ndirish muddatigacha bo'lgan daromadlilik ( $Yield to Maturity$ ,  $YTM$  yoki  $R_e$ ) muhimroq hisoblanadi. Chunki yirik institutsional investorlar obligatsiyani sotib olganidan so'ng, uni so'ndirish muddatigacha ushlab

turishni afzal ko'radi.  $YTM$  yoki  $R_e$  - obligatsiyalardan kutilayotgan yillik daromad darajasini ifodalaydi.  $R_e$  ni topish joriy daromadlilik stavkasini topishga qaraganda murakkabroq formula yordamida topiladi [9].

$$R_e = \frac{C + \frac{Fv - P_0}{n * m}}{\frac{FV + P_0}{2}}$$

Ushbu formuladagi  $m$  - yillik kupon to'lovlar soni hisoblanadi.

Yuqorida aytib o'tganimizdek, obligatsiyaning bozordagi narxi unga bevosita va bilvosita ta'sir qilivchi omillar ta'sirida nominal narxidan past ham, baland ham sotilishi mumkin.

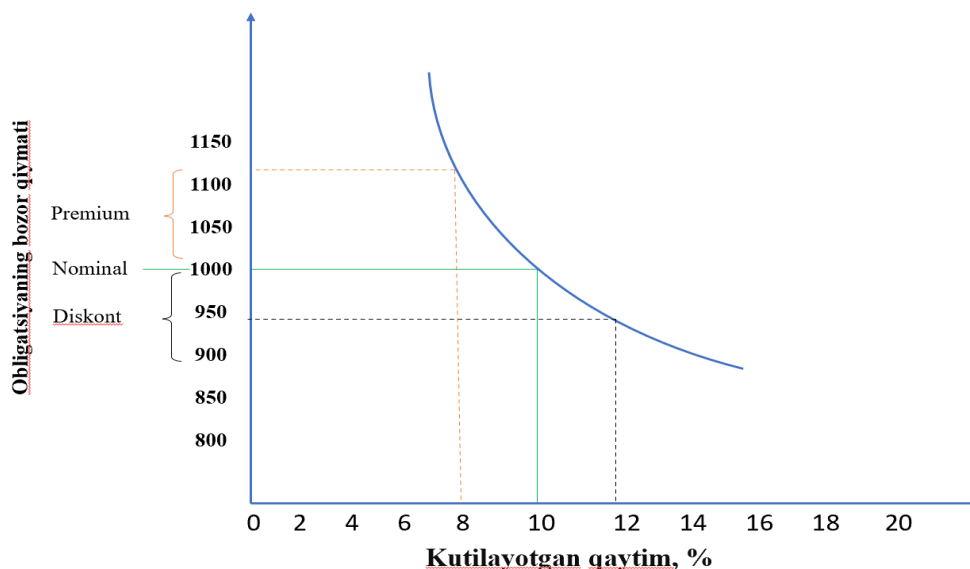
Aynan, shu xususiyatidan kelib chiqib, obligatsiyaning 3 turga bo'lish mumkin.

- Premum qiymatli obligatsiya;
- Nominal qiymatli obligatsiya;
- Diskont qiymatli obligatsiya.

Premum qiymatli obligatsiya - obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatidan yuqori bo'lgan obligatsiya. Bunday holat obligatsiyaning bozordagi daromadlilik stavkasi kupon foizidan kichik bo'lganda amalga oshdi. Ya'ni:  $P_0 > FV$ ,  $C\% > R_e$

Nominal qiymatli obligatsiya - obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatiga teng bo'lgan obligatsiya. Bunday holat obligatsiyaning bozordagi daromadlilik stavkasi kupon foiziga teng bo'lganda amalga oshdi. Ya'ni:  $P_0 = FV$ ,  $C\% = R_e$

Diskont qiymatli obligatsiya - obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatidan past bo'lgan obligatsiya. Bunday holat obligatsiyaning bozordagi daromadlilik stavkasi kupon foizidan katta bo'lganda amalga oshdi. Ya'ni:  $P_0 < FV$ ,  $C\% < R_e$

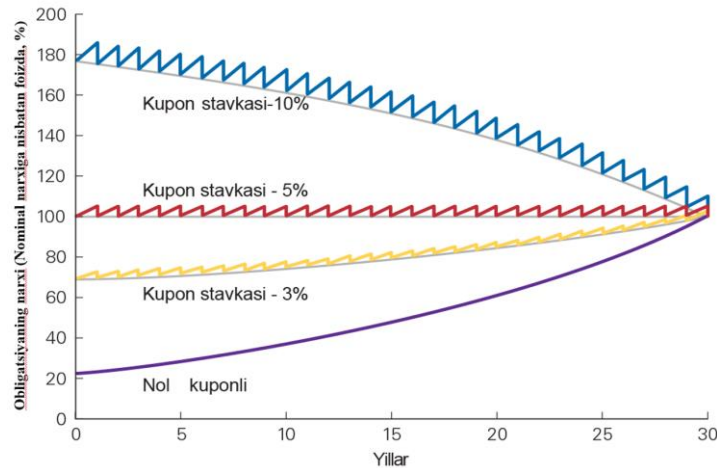


2-rasm. Obligatsiyaning bozordagi qiymati va kutilayotgan daromad o'rtasidagi teskari munosabatni ifodalovchi grafik

Umuman olganda, obligatsiyalardan kutilayotgan qaytim, ya'ni bozordagi daromadlilik stavkasi qanchalik past bo'lsa, obligatsiyaning bozordagi qiymati shuncha baland bo'ladi, yoki aksincha, investorlar bozordan yuqori foizli daromad kutayotgan bo'lsa, obligatsiyaning bozordagi narxi uning nominal narxiga nisbatan shuncha past qiymatda sotiladi.

Boshqacha qilib aytganda, obligatsiyaning bozordagi narxini va uning daromadlilik stavkasiga nisbatan teskari bog'liqlikka ega.

Obligatsiya premum, nominal yoki diskont qiymatda sotilishidan qa'ti nazar obligatsiyani so'ndirish muddati yaqinlashgan sari obligatsiyaning bozordagi qiymati uning nominal qiymatiga yaqinlashib boradi.



3-rasm. Premium, nominal va diskont qiymatli obligatsiyalarning so'ndirish muddatigacha bo'lgan bozordagi narxining o'zgarish dinamikasi[1]

Yuqoridagi rasmda ko'rsatilgandek, kupon obligatsiyalari bahosi har bir kupon to'lovi vaqtida arra tish shaklida o'zgarib turadi. Kupon obligatsiyaning qiymati keyingi kupon to'lovi yaqinlashganda ko'tariladi va to'langanidan keyin pasayadi. Ushbu tebranish obligatsiyaning to'lov muddatigacha bo'lgan daromadlilik stavkasida o'zgarish bo'lmasa ham sodir bo'ladi.

**Tahlil va natijalar.** Obligatsiyalarga investitsiya qilish nisbatan barqaror daromad oqimini ta'minlaydi va investitsiya portfelini diversifikatsiya qilish usuli sifatida xizmat qiladi. Obligatsiyalarning pul oqimlarini tahlil qilish investorlar uchun obligatsiyaning potentsional daromatlari va riskini baholash, shuningdek, bozorda mavjud bo'lgan boshqa investitsiya variantlariga nisbatan jozibadorligini aniqlash uchun juda muhimdir. Investorlar uchun obligatsiyaning jozibadorligini ta'minlovchi eng asosiy jihatlardan biri uning daromadlilikidir.

Obligatsiyaning daromadlilik – investor har yili so'ndirish muddati tugaguniga qadar olish kutilayotgan daromad stavkasi. Obligatsiyani sotib olgan investor uchun obligatsiyaning daromadlilik obligatsiya narxiga nisbatan qolgan foiz to'lovlari va so'ndirish muddatiga olinadigan obligatsiyaning nominal qiymatini hisobga oladigan umumiy daromadning qisqacha mazmunidir. Obligatsiya emitentlari uchun obligatsiyaning daromadlilik yangi obligatsiya chiqarish orqali

qarz olishning yillik xarajatlarini aks ettiradi. Misol uchun, O'zbekistonning 10 yillik obligatsiyalarining bozordagi daromadlilik stavkasi bugungi kunda 7.125 %ni tashkil etayotgan bo'lsa, O'zbekiston hukumati yangi 10 yillik obligatsiyalarni chiqarish orqali qarz jalb qilgan bo'lsa, keyingi 10 yil uchun obligatsiyalarga xizmat ko'rsatish xarajatlari o'rtacha 7.125 %ni tashkil etadi.

Obligatsiya chiqarilganda, investorlar dastlab obligatsiyani "birlamchi bozor"dan sotib oldilar. Investor obligatsiyani sotib olish uchun to'laydigan boshlang'ich narx bir qator omillarga, jumladan, kupon foizi, obligatsiyaning amal qilish muddati, emitentning kredit reytingi va bozorga chiqarilgan shunga o'xshash obligatsiyalarning narxiga bog'liq. To'plangan ushbu ma'lumotlar asosida obligatsiyadan kutilayotgan daromad darajasi baholanadi. Obligatsiya birlamchi bozorda sotilgandan so'ng, investorlar ushbu obligatsiyani ikkilamchi bozorlarda boshqa investorlarga sotishi mumkin va uning narxi va daromadlilik bozor sharoitlariga qarab o'zgarishi mumkin.

Ikkilamchi bozorda investorlar obligatsiyalarni sotib oladigan va sotadigan narxlar ular olishi kutayotgan daromadga teskari yo'nalishda harakat qiladi.

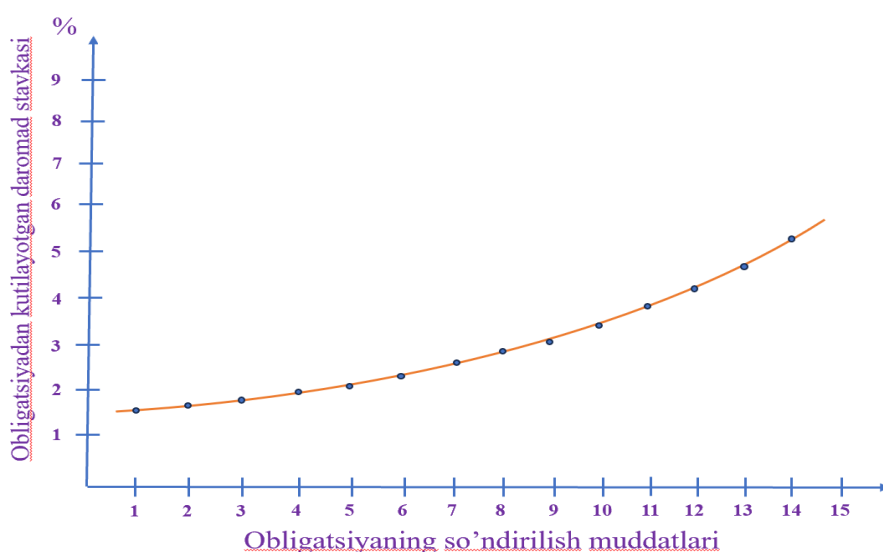
Obligatsiyalarning bozordagi narxi shakllanishiga ya'ni daromadlilik stavkasining shakllanishiga ko'plab omillar ta'sir qiladi. Bu omillarning

ba'zilar barcha turdagi obligatsiyalar uchun umumiy bo'lsa, ba'zilar faqat bitta turdagi obligatsiyalar uchun ta'sir qiladi.

*Obligatsiyaning amal qilish muddati.* Obligatsiyaning amal qilish muddati obligatsiyaning bozordagi daromadlilik stavkasi va qiymati o'zgarishiga ta'sir qiluvchi muhim omildir. Investorlar uzoq muddatli obligatsiyalar uchun qisqa muddatli obligatsiyalarga nisbatan yuqori daromad kutishadi. Bunda emitent nisbatan qisqa muddatli obligatsiyalariga qaraganda uzoq muddatli obligatsiyalar uchun yuqoriroq foiz to'lovlari to'lashi zarur. Misol uchun, O'zbekiston 2019-yil fevral oyida London Fond birjasiga 5 va 10 yillik obligatsiyalarni joylashtirdi. 5 yillik obligatsiyalarning

kupon foizini 4,75 %, 10 yillik obligatsiyani esa 5,375 %ga chiqargan edi. Ya'ni bunda uzoq muddatli obligatsiya uchun qisqa muddatliga qaraganda yuqoriroq foiz to'lovlarini amalga oshirmoqda.

*Daromadlilik egri chizig'i* obligatsiyalarning so'ndirish muddatigacha bo'lgan turli vaqt oraliqlaridagi obligatsiyalar bo'yicha daromadlilikni ifodalovchi grafik ko'rinishidagi chiziqdir. Daromadlilik egri chizig'i grafisini hosil qilish uchun obligatsiyani so'ndirish muddatigacha bo'lgan turli muddatlardagi daromadlilik stavkalari birlashtirib chiqiladi. Ya'ni koordinatalar tekisligidagi x o'qida obligatsiyaning so'ndirish muddatigacha bo'lgan turli vaqt oraliqlari, y o'qida obligatsiyaning daromadlilik stavkasi joylashtirib chiqiladi.



4-rasm. Obligatsiyaning muddati va daromadliliği o'rtasidagi bog'liqlikni ifodalovchi daromadlilik egri chizig'i [8]

Yuqoridagi grafikdan ko'rinib turibdiki, obligatsiyaning so'ndirilish muddati qancha uzoq muddatni o'z ichiga olsa, uning daromadlilik stavkasining baland bo'lishini talab etadi. So'ndirilish muddati qancha qisqa bo'lsa, shunga mos ravishda daromadlilik stavkasi ham past bo'ladi.

*Emitentning kredit reytingi.* Kredit reytinglari obligatsiyalar bozor daromadliliğini belgilovchi asosiy omil hisoblanadi. Obligatsiyaning kredit reytingi emitentning kreditga layoqatlilik qobiliyatini, ya'ni emitent o'z kreditlari oldidagi moliyaviy majburiyatlarini bajara olmaslik ehtimolini o'zida aks ettiradi. Kredit reytinglari *Standard & Poor's (S&P)*, *Moody's Investors Service* va *Fitch Ratings* kabi mustaqil kredit reyting agentliklari tomonidan emitentning moliyaviy holati, qarz majburiyatlarini bajarish qobiliyati va boshqa bir qator omillarni baholash asosida beriladi. Reyting agentliklari tashqi auditorlik kompaniyasi sifatida emitentning defolt ehtimolligini, boshqacha qilib aytganda, uning riskini baholaydi. Emitentlarning

riski qanchalik baland bo'lsa, ular tomonidan emissiya qilinadigan qimmatli qog'ozlardan investorlarning kutayotgan daromadliliği shunchalik baland bo'ladi.

Eng yuqori kredit reytingi **AAA** hisoblansa, eng past reyting **D** yoki **C** hisoblanadi. Reyting **D** dan **AAA** ga o'zgarib borgan sari emitentlarning kreditga layoqatlilik qobiliyati yurori ekanligini bildiradi. Bu degani reyting qanchalik baland bo'lsa, emitentlarning kreditorlar oldidagi majburiyatlarini bajara olmaslik bilan bog'liq risklar shuncha minimum ekanligini bildiradi. Yuqori kredit reytingi emitentga bo'lgan yuqori ishonchni bildirib, bu ularga past foizli obligatsiya chiqarish imkoniyatini beradi.

Yuqoridagi diagrammada Singapurning (Reytingi – AAA) – 3.5 %, Avstraliyaning (Reytingi – AAA) 3 % va 2.75%, shuningdek, O'zbekistonning (Reytingi – BB-) 5.375 %, 3.7 % va 3.9 % obligatsiyalarining bozordagi daromadlilik stavkalari berilgan.

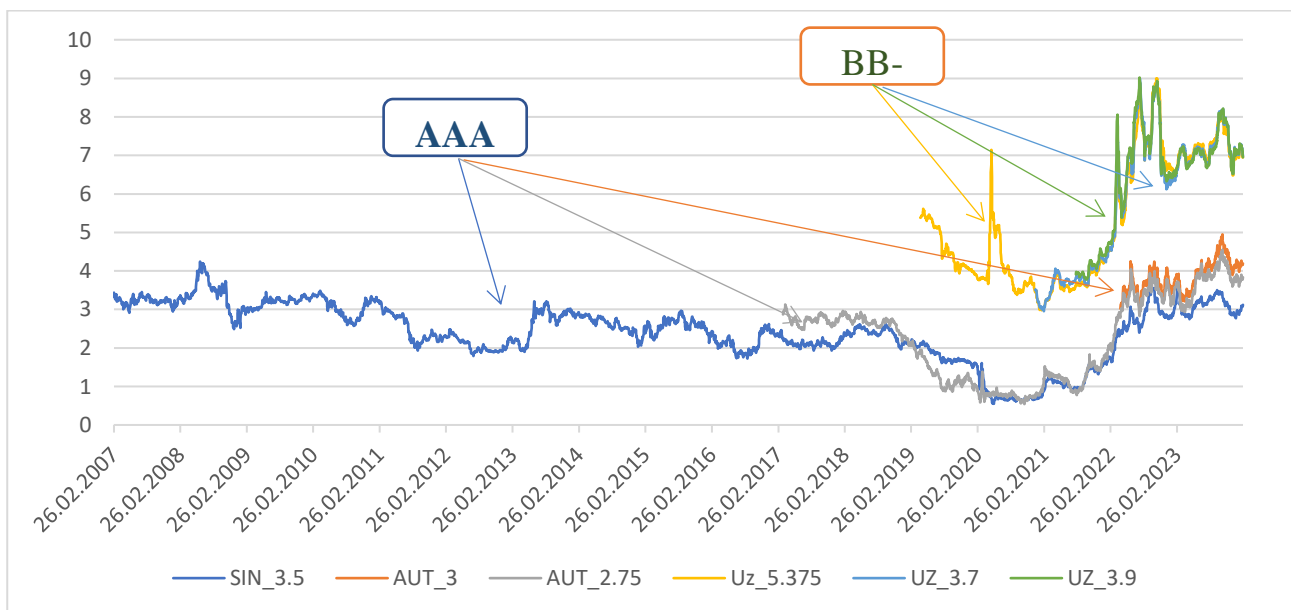


Kredit reyting agentliklarining reyting shkalalari [5]

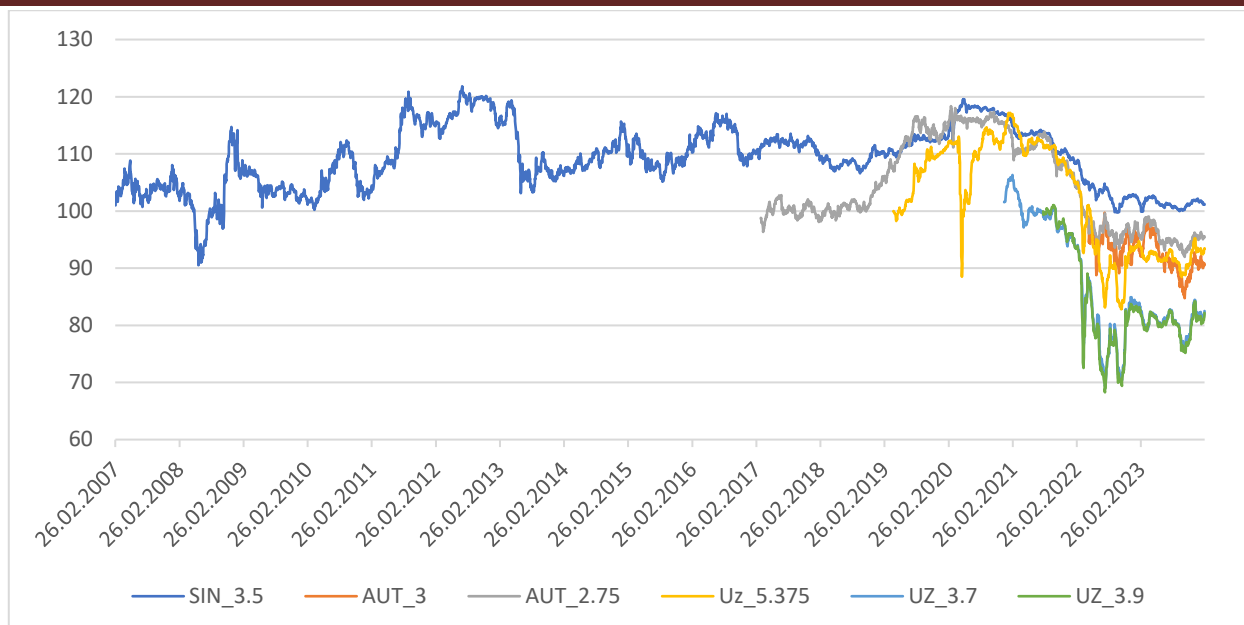
T/r	S&P		Moody's		Fitch		Holati	
	Uzoq muddatli	Qisqa muddatli	Uzoq muddatli	Qisqa muddatli	Uzoq muddatli	Qisqa muddatli		
100	AAA		Aaa		AAA		Eng yuqori sinf	Investitsion darajasi
95	AA+	A-1+	Aa1	P-1	AA+	F1+	Yuqori sinf	
90	AA		Aa2		AA			
85	AA-		Aa3		AA-			
80	A+	A-1	A1	P-2	A+	F1	Yuqori o'rtacha sinf	
75	A		A2		A-			
70	A-	A-2	A3	P-3	BBB+	F2	Quyi o'rtacha sinf	
65	BBB+		Baa1		BBB			
60	BBB	A-3	Baa2	Darajasiz	BBB-	F3	Spekulyativ kategoriya	
55	BBB-		Baa3		BBB-			
50	BB+		B		Ba1			B
45	BB	Ba2		BB				
40	BB-	Ba3		BB-				
35	B+	B1		B+				
30	B	B2		B				
25	B-	C	B3	C	B-	Yuqori riskli Favqulodda spekulyativ		
20	CCC+		Caa1		CCC			
15	CCC		Caa2					
10	CCC-	Caa3	C					
5	CC	Ca		/				
	C		DDD		/			
			DD					
0	D	/	C	D		Defolt holatida		

Diagrammadan ko'rinib turibdiki, AAA reytingga ega bo'lgan emitentlarning obligatsiyalaridan kutilayotgan daromad stavkasi BB- reytingga

ega bo'lgan emitentning obligatsiyalaridan kutilayotgan daromad stavkasiga qaraganda past. Aniqroq qilib aytadigan bo'lsak, ular orasidagi o'rtacha farq 3-3.5 %ni tashkil qilmoqda.



1-diagramma. AAA va BB- reytingli emitentlarning obligatsiyalarining bozordagi daromadlilik stavkalari orasidagi farq



**2-diagramma. AAA va BB- reytingli emitentlarning obligatsiyalarining bozordagi narxi orasidagi farq**

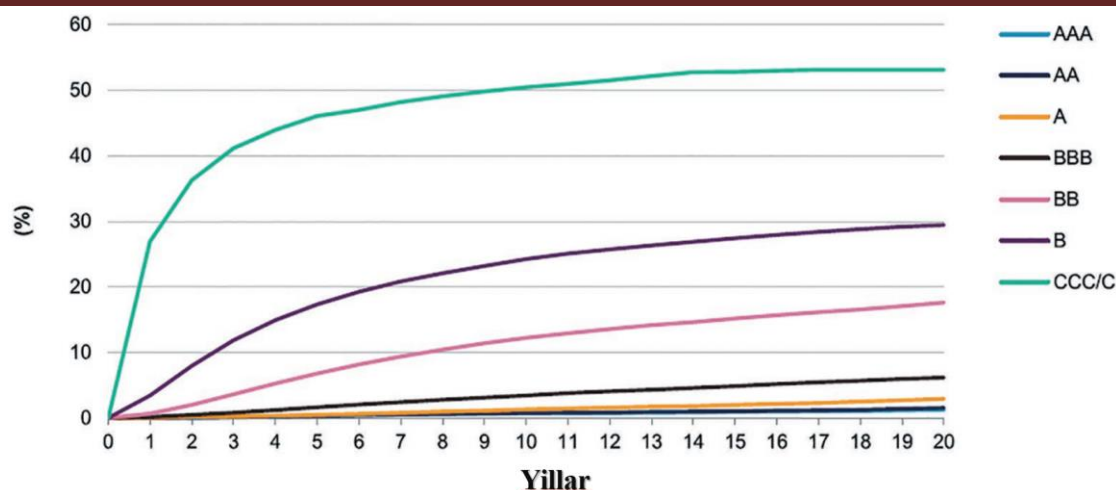
Bu diagrammada yuqoridagi obligatsiyalarining bozordagi narxi berilgan. Yuqori kredit reytingi obligatsiyalarni bozorda premium qiymatda sotish imkoniyatini oshiradi. Bu emitentlar uchun qarz qiymatining yanada pasayishiga olib keluvchi asosiy omillardan biri hisoblanadi.

Agar emitentlarning reytingi S&P yoki Fitch reyting agentliklari tomonidan **D** deb baholansa, emitent defoltga uchraganligini bildiradi. Defolt riski emitentlarning o'z kreditorlari va boshqalar oldigagi moliyaviy majburiyatlarini o'z vaqtida yoki umuman bajara olmaslik ehtimolini ifodalovchi risk hisoblanadi. Kredit reytinglari ham aynan emitentlarning defoltga uchrash ehtimoligini baholovchi ko'rsatkich hisoblanadi.

Defolt holatining ham 2 xil ko'rinishi mavjud: *texnik defolt*, *umumiy defolt*.

*Texnik defolt.* Reyting agentliklari emitent reytingini **D** deb baholab, texnik defoltga uchraganligini e'lon qilsa, emitentlar qisqa muddatda kreditorlari oldidagi majburiyatlarini turli xil sabablarga ko'ra bajarolmayotganligini bildiradi. Masalan, 2022-yilda Rossiyaga G'arb davlatlari Ukraina bilan davom etayotgan siyosiy-harbiy sabablar tufayli iqtisodiy sanksiyalar joriy etdi. Rossiya bank tizimini Swift tizimidan uzib qo'ydi. Oqibatda Rossiyaga xorijiy valyutalarning kirib kelishi keskin cheklandi. Bu esa Rossiya hukumatining xorijiy valyutada tashqi qarzlarga xizmat ko'rsatish xarajatlarini o'z vaqtida moliyalashtirish imkoniyatini cheklab qo'ydi. Shu sababdan reyting agentliklari Rossiya kredit reytingini **D** bilan baholab, texnik defolt deb e'lon qildi.

*Umumiy defolt.* Reyting agentliklari emitent reytingini **D** deb baholab, umumiy defoltga uchraganligini e'lon qilsa, emitent uzoq vaqt davomida kreditorlar va boshqa tomonlar oldidagi moliyaviy majburiyatlarini, umuman, bajarolmasligini bildiradi. Agar emitent davlat umumiy defoltga uchraganligi e'lon qilinsa, bu davlat iqtisodiy yoki moliyaviy inqirozni boshdan kechirayotganligini bildiradi. Bunday holatda davlatda yurori inflatsiya, ishsizlikning yurori darajasi kuzatilib, ishlab chiqarilgan ko'plab mahsulotlar sotilmay turib qoladi. Davlat nafaqat kreditorlar oldidagi moliyaviy majburiyatlarini bajarolmay qoladi, balki davlat xizmatchilari uchun ham oylik maoshlarini ham vaqtida to'lay olmaydi, davlat xaridlari uchun ham resurs ajratilmay qoladi. Masalan, Gretsiya 2012-yilning boshlarida o'z kreditorlari oldidagi majburiyatlarini bajarolmay, davlat qarzlarini qaytarib berolmaganligi sababli defolt deb e'lon qilindi va reytingi agentlik tomonidan spekulativ darajaning eng quyi nuqtasi bo'lgan **D** ga tushirildi va Gretsiyada bu inqiroz bir necha yil davom etdi. Agar emitent kompaniya umumiy defolt deb baholansa, kompaniya bankrotlik holatida yoki bankrotlik holatiga yaqinlashib qolganligini bildiradi. Bunday holatda kompaniya nafaqat kreditorlari oldidagi, balki xodimlari, kompaniyada xomashyo yetkazib beradigan va boshqa turli xil xizmatlar ko'rsatadigan kompaniyalar oldidagi majburiyatlarini ham uzoq muddatda bajarolmay qoladi. Bunday holatga tushgan aksariyat kompaniyalar bankrotlik holatidan chiqib ketolmay, kompaniyaning yopilib ketish ehtimoli yuqori hisoblanadi.



5-rasm. Yirik kompaniyalarning kredit reytinglari bo'yicha defoltga uchrash ehtimoli (S&P Global Ratings) (1981-2019) [4]

Yuqori reyting darajasi juda muhim ko'rsatkich hisoblanadi. S&P Global Ratings agentligining so'nggi tadqiqotlariga qaraganda, CCC/C reyting bilan baholangan obligatsiyalarning taxminan 30 %i bir yil ichida va taxminan 50 %i 9 yil ichida defoltga uchragan bo'lsa, AAA/AA reyting bilan baholangan obligatsiyalarning atigi 1-2 %i 20 yil ichida defoltga uchragan. BB reytingli obligatsiyaning 10 yil ichida defoltga uchrash ehtimoli BBB reytingli obligatsiyaning defoltga uchrash ehtimolidan 2 barobar yuqori ekanligi obligatsiyalarning reytingi investitsiya darajasida baholanishi juda muhim ekanligini ko'rsatadi.

*Valyuta riski.* Valyuta riski ham obligatsiyaning bozordagi qiymati va daromadlilikiga ta'sir qiluvchi omillardan biri hisoblanadi. Investor obligatsiyani xorijiy valyutada sotib olganida, valyuta riski vujudga keladi. Obligatsiya sotib olingan xorijiy valyuta va milliy valyuta o'rtasida konvertatsiya kurslaridagi o'zgarishi xorijiy investorlar uchun obligatsiya qiymati o'zgarishiga olib keladi.

Misol uchun, nominal qiymati €1000 (yevro), kupon foizi 3 % bo'lgan bir yillik obligatsiya London Fond birjasida sotuvga chiqarildi. Amerikalik investor obligatsiyaning nominal qiymatida 1 mln. yevrolik obligatsiya sotib oldi. Obligatsiya sotib olingan vaqtda yevroning AQSh dollariga nisbati 1.25, ya'ni 1 yevro = 1,25 AQSh dollari edi. Natijada investory evrodagi obligatsiya sotib olish uchun 1.25 mln. dollar sarfladi. Bir yil o'tib, obligatsiya so'ndirish muddatida yevroning AQSh dollariga nisbatan kursi mustahkamlanib, 1.18 nisbatni tashkil etdi. Endi har bir obligatsiya uchun (nominal qiymat+kupon to'lov) 1030 yevro, jami 1.03 mln. yevro qaytarib olingandan so'ng, bu pul AQSh dollariga konvertatsiya qilinganda, \$ 1.2154 mln. (AQSh dollari)ni tashkil

etadi. Bu yerda investorning yo'qotishi har 1000 evro uchun 34.6 dollarni, jami investitsiya uchun 34 600 dollarni tashkil etadi. Bu yerda investorning valyuta riski sababli yo'qotishi 2.77 %ni tashkil qilmoqda.

Tanganing ikki tomoni bo'lganidek, har qanday riskning ham ikkita tomoni bor, birinchisi zarar ko'rish bo'lsa, ikkinchisi daromad ko'rish. Agar bir yildan so'ng yevroning AQSh dollariga nisbati 1.35 bo'lganida, investorning yillik daromadi 11.6 % bo'lgan bo'lardi.

*Inflatsiya va foiz stavkalarini:* Inflatsiya va foiz stavkalarining o'zgarishi obligatsiyalarning bozordagi qiymati va undan kutilayotgan daromad darajasiga ta'sir qiluvchi moliya bozoridagi eng asosiy omil hisoblanadi. Mamlakatdagi asosiy foiz stavkalarini (qayta moliyalashtirish stavkasi) o'zgarishi inflatsiyaga bog'liq. Foiz stavkalarini o'zgartirishdan asosiy maqsad ham inflatsiyani ma'lum bir darajada ushlab turish hisoblanadi. Inflatsiya ko'tarilsa, Markaziy banklar inflatsiya darajasini tushirish uchun qayta moliyalashtirish stavkasini oshiradi. Bunga javoban tijorat banklari ham depozit va kredit foizlarini oshirib qo'yadi.

Natijada kredit olishning narxi yanada qimmatlashadi. Natijada yuridik va jismoniy shaxslar oladigan kredit hajmi kamayadi va banklarda depozit hajmining oshishi kuzatiladi. Bu iqtisodiyotda pul massasining kamayishiga olib keladi. Buning natijasida inflatsiya darajasi pasayadi. Inflatsiya darajasi pasaysa, Markaziy banklar qayta moliyalashtirish stavkasini tushiradi. Tijorat banklari ham depozit va kredit foizlarini pasaytiradi. Bu kredit olishni arzonlashtirib, kredit hajmi ko'payishiga va depozit hajmining esa pasayishiga olib keladi. Bu davrda iqtisodiyotda pul massasi ko'payadi. Natijada yana inflatsiya ko'tariladi. Markaziy banklar yana inflatsiyani

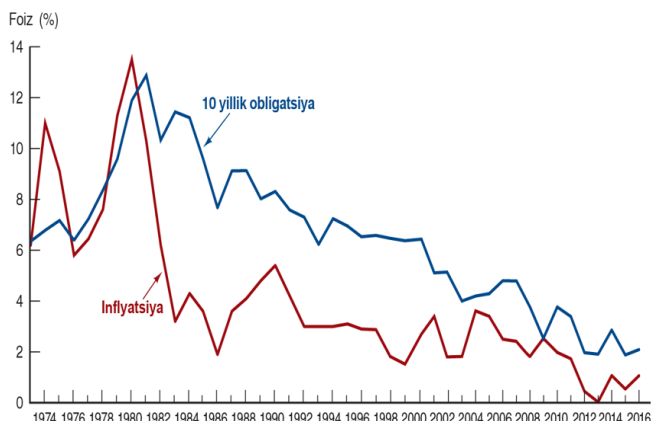


pasaytirish uchun qayta moliyalashtirish stavkasini ko'taradi. Bu jarayon zanjirsimon davom etadi.

Inflatsiyaning oshishi investorlarning investorlardan kutayotgan real daromad stavkasiya ta'sir qilmasligi uchun investitsiyalardan kutilayotgan nominal daromad stavkasining oshishini talab qiladi.

Investorlar qachon obligatsiya sotib oladi? Investorlar obligatsiyalarni sotib olish uchun moliya bozorida obligatsiya bilan teng riskli

bo'lgan alternativ investitsiya instrumentlariga nisbatan obligatsiyadan kutilayotgan daromad stavkasi yuqori bo'lsagina sotib oladi. Inflatsiyaning oshishi moliya bozorlaridagi barcha instrumentlardan kutilayotgan daromad stavkalarining oshishiga olib keladi. Obligatsiyalarning boshqa moliyaviy instrumentlarga nisbatan jozibador qiladigan asosiy xususiyati kutilayotgan daromad stavkasining boshqa instrumentlarga nisbatan baland va likvidli bo'lishidir.



**6-rasm. AQShning 10 yillik g'aznachilik obligatsiyalaridan kutilayotgan daromadlilik stavkasiga va inflatsiya o'rtasidagi bog'liqlik [2]**

AQSh davlat obligatsiyalari eng risksiz investitsiya instrumenti hisoblanganligi uchun juda past daromadli obligatsiya hisoblanadi. Ushbu rasmda AQSh g'aznachiligining 90 kunlik, 10 yillik va 20 yillik davlat obligatsiyalari foiz stavkalariga inflatsiyaning ta'siri ko'rsatilgan. 1970-1980-yillarning boshlarida 10 yillik g'aznachilik obligatsiyalaridan investorlar inflatsiya darajasidan past daromad olgan bo'lsa, undan keyingi davrda obligatsiyalarning foiz stavkalari har doim inflatsiya darajasidan baland bo'lgan. Uzoq muddatli obligatsiyalarning foiz stavkasi qisqa muddatli obligatsiyaning foiz stavkasiga qaraganda baland bo'ladi. Qisqa muddatli obligatsiyalarning foiz stavkalari uzoq muddatli obligatsiyalarning foiz stavkalariga nisbatan o'zgaruvchan bo'ladi. Chunki inflatsiyaning ta'siri

uzoq muddatli obligatsiya foiz stavkasiga nisbatan qisqa muddatli obligatsiyalarning foiz stavkasiga ko'proq ta'sir qiladi. Buning sababi, uzoq muddatli obligatsiya investorlari o'z portfelidagi obligatsiyalarni uzoq muddat davomida bozorga chiqarmaydi.

Bugungi kunda jahondagi siyosiy taranglik va sanksiyalar fonida jahon bozorlarida foiz stavkalarining oshishi kuzatilyapti. Buni biz AQSh g'aznachilik obligatsiyalari foiz stavkalari misolida 2 va 3-rasmlarda ham ko'rib chiqdik. Global moliya bozorlarida foiz stavkalarining oshishi xalqaro moliya institutlarining foiz stavkalari ham keskin oshishiga olib keldi. Xalqaro qarz bozorlarida ishlatiladigan SOFR (LIBOR) stavkasi so'nggi ikki yilda 0,17 foizdan 5,3 foizga oshib, hozirgi kunda 5,5 foizga yetdi.

**2-jadval**

**2023-yil xalqaro moliya bozorlarida ayrim davlatlar tomonidan joylashtirilgan obligatsiyalarning foiz stavkalari**

Mamlakat	Chiqarilgan oyi	Hajmi	Muddati	Foiz stavkasi
Turkiya	yanvar	2,75 mlrd.	10 yillik	9,75 %
Vengriya	yanvar	1,25 mlrd.	30 yillik	7,1 %
Ruminiya	yanvar	1,25 mlrd.	30 yillik	7,67 %
Mo'g'uliston	yanvar	445 mln.	5 yillik	8,65 %
Misr	fevral	1,5 mlrd.	3 yillik	11 %
Bahrayn	aprel	1 mlrd.	12 yillik	7,75 %

Buning natijasida xalqaro moliya institutlaridan jalb qilinayotgan imtiyozli kreditlar bo'yicha foiz stavkalari ham so'nggi ikki yil ichida 1-2 %dan, bugungi kunga kelib, 6,3-7,0 %ga yetdi. Shu sababli ham ko'plab davlatlar jahon bozorlaridan, majbur bo'lmasa, qarz jalb qilishga shoshmayapti. Foiz stavkalarining o'sishi qarzi uchun to'lovlarini yanada oshirdi. Foiz stavkalarining o'sishi sababli 2023-yil boshidan beri boshqa mamlakatlar ham oldingi yillardagiga nisbatan yuqori foiz stavkalarida qarz jalb etmoqda.

Jadvaldan ko'rinib turibdiki, jahon moliya bozorlarida foiz stavkalarining oshishi natijasida ko'plab davlatlar tomonidan chiqarilgan obligatsiyalarning foiz to'lovlari ham oshib bormoqda.

Shuning uchun ham O'zbekiston va O'zbekistondagi yirik aksiyadorlik jamiyatlari 2019-2021-yillarda London Fond birjasiga faol ravishda obligatsiya joylashtirish orqali moliyaviy resurs jalb qilgan bo'lsa, 2022-yil va 2023-yilning oktabriga qadar xalqaro moliya bozorlariga obligatsiya joylashtirmadi. 2023-yilning oktabr oyida O'zbekiston MDH davlatlari ichida birinchi bo'lib Yashil obligatsiya London Fond birjasida qiymati 660 mln. AQSh dollarilik 5 yillik kupon stavkasi 7.85 %li va milliy valyutada 4.25 trln. so'mlik 3 yillik 16,25 %li obligatsiyalarini joylashtirdi. O'zbekiston obligatsiyalarining ham kupon foiz stavkalari oshganligi sababli 2020-2021-yilgi stavkaga qaraganda ikki barobardan ham oshgan [6].

**Xulosa va takliflar.** Xulosa qilib aytganda, obligatsiyalarning bozordagi daromadlilikiga ta'sir qiluvchi asosiy omillar sifatida emitentning kredit reytingi, obligatsiyaning amal qilish muddati, valyutalar riski, inflatsiya va foiz stavkalarining o'zgarishi bilan bog'liq risklar ham ta'sir qiladi. Obligatsiyaning daromadliliigi investor uchun eng muhim ko'rsatkich bo'lib, uning o'zgarishiga ta'sir qiluvchi omillarni o'z vaqtida va to'g'ri baholash risklarni oldindan boshqarish imkoniyatini beradi.

Emitent uchun kredit reytinglarini oshirish xalqaro qarz bozorlaridan arzon qarz jalb qilish imkoniyatini beradi. Lekin reytingni oshirish qisqa muddatda amalga oshiriladiga jarayon emas. Buning uchun davlat va korporatsiyalarda tizimli ravishda sog'lom moliya ekotizimini shakllantirish zarur. Bu esa uzoq vaqt talab etadi.

Inflatsiya va foiz stavkasi oshgan vaqtda iloji boricha obligatsiya chiqarishdan tiyilish zarur. Chunki bu davrda moliya bozorida noaniqliklar sababli investorlar bozordagi mavjud investitsiya instrumentlaridan yuqori daromad kutadi. Bu esa obligatsiyalarini bozorga olib chiqayotgan emitentlar uchun yuqori foizli qarz jalb qilishni anglatadi.

Shuningdek, iloji boricha inflatsiya past bo'lgan valyutalarga emissiya qilingan obligatsiyalarga investitsiya kiritish zarur. Bu valyuta riskini minimallashtirishga imkoniyat beradi.

#### **Manba va foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:**

1. Jonathan Berk, Peter DEMarzo. [2017] "Corporate Finance", Textbook, Third Edition, Stanford University, USA.
2. Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. [2018] "Financial Markets and Institutions", Textbook, Ninth Edition, USA.
3. Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty. [2017] Foundations of Finance, Textbook, Tenth Edition, USA.
4. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. [4] "Fundamentals of Corporate Finance", Textbook, Thirteenth Edition, USA.
5. Burxanov A., Sindarov F. Suveren kredit reytinglarida O'zbekistonning o'rnini yaxshilash imkoniyatlari. // "Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar" ilmiy-elektron jurnali, 2021-yil mart-aprel, 2-son.
6. Sindarov F., Xabubullayev D. O'zbekistonning xalqaro bozorlaridagi ishtiroki tahlili. // "Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil" ilmiy-elektron jurnali, 2023-yil, oktabr, VI son.
7. <https://www.wallstreetmojo.com/bond-yield-formula/>
8. <https://www.bloomberg.com>
9. <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/bonds-and-the-yield-curve.html>
10. <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/yield-to-maturity-ytm/>