

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ**  
**ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ**

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**

**ШОҲАЪЗАМИЙ ШОҲМАНСУР ШОҲНАЗИР ўғли**

**МОЛИЯ БОЗОРИ ВА ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР**  
**ДАРСЛИК**

**340000 – «Бизнес ва бошқарув» соҳасининг барча бакалаврият йўналишлари**  
**учун**

**Тошкент – 2007**

**Шохаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Учебник.-Т.: Iqtisod-moliya, 2007.- 495 с.**

Книга посвящена изучению дисциплины «Финансовый рынок и ценные бумаги». Материалы учебника изложены в логической последовательности на базе мирового опыта, раскрывают основные понятия, содержат подробное изложение тем изучаемого предмета и способствует усвоению теоретических и практических основ работы на финансовом рынке и ценными бумагами. Основная идея учебника сводится к изложению материала, позволяющего дать целостное представление о финансовом рынке и ценных бумагах.

**Шохаъзамий Ш.Ш. Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик.-Т.: Iqtisod-moliya, 2007.- 495 б.**

Ушбу китоб “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” фанини ўрганишга бағишланган. Дарслик материаллари жаҳон тажрибасига асосланган тарзда мантикий кетма-кетликда ёзилган. Бу материаллар ўрганилаётган фан мавзулари асосларини батафсил ёритиб берган ҳолда ўқувчининг молия бозорида ва қимматли қоғозлар билан ишлашнинг назарий ва амалий асосларини эгаллашга кўмаклашади. Дарсликнинг асосий ғояси молия бозори ва қимматли қоғозлар тўғрисидаги умумлашган тасаввурни берувчи материалларни изҳор этишга қаратилган.

**Shoha'zamiy Sh.Sh. Financial market and securities. Textbook.-Т.: Iqtisod-moliya, 2007.-495 p.**

The book is devoted to studying of discipline “Financial market and securities”. Materials of the textbook are stated in logic sequence on the basis of world experience, open the basic concepts, contain a detailed statement that of a studied subject and promotes mastering of theoretical and practical bases of work in the financial market and securities. The basic idea of the textbook is reduced to a statement of the material, allowing to give complete representation about the financial market and securities.

Ўзбекистон Республикаси Олий ва ўрта махсус таълим вазирлиги томонидан “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” фанидан дарслик сифатида тавсия этилган.

**Такризчилар:** М.Шарифхўжаев – Тошкент молия институти, Ўзбекистон Республикаси Фанлар Академияси Академиги; А.Ваҳобов – Банк-молия академияси ректори, и.ф.д., профессор; Н.Хусанов – Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Бошқармаси бошлиғи, и.ф.н.

*Посвящается светлой  
памяти моего учителя -  
Академика Георгия  
Евгеньевича Пухова!  
С наилучшими  
пожеланиями моему  
второму учителю  
Академику Виктору  
Фёдоровичу Евдокимову!*

*Людей в жизни надо учить  
не знаниям, а научить их  
познавать и знать суть  
полезного для себя и  
обществу, анализировать,  
делать выводы и  
принимать решения!*

*Шоҳмансур Шоҳаъзамий*

*Ушбу китоб жаннати бўлмиш  
менинг буюк устозим  
Академик Георгий Евгеньевич Пуховнинг  
руҳлари шод бўлсин дея уларнинг ёрқин ва  
абადий хотираларига бағишланади!  
Иккинчи устозим  
Академик Виктор Фёдорович  
Евдокимовга сиҳат-саломатлик, узоқ  
умр ва улкан муваффақиятлар тилаб!*

*Инсонларни ҳаётларида билим  
олишлари учун ўқитиш эмас, балки  
ўзлари ва жамиятга фойдали бўлган  
нарсалар мазмун-моҳиятини тушуниб  
билишга, таҳлилий фикр юритиш ва  
хулоса чиқариб қарор қабул қила олишга  
ўргатиш зарур!*

*Шоҳмансур Шоҳаъзамий*

№	МУНДАРИЖА	Бет.
<b>КИРИШ .....</b>		
<b>I-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ АСОСЛАРИ .....</b>		
1.1.	Молия бозорининг мазмуни, иқтисодийдаги аҳамияти ва ўрни..	
1.2.	Молия бозорининг тузилмаси, таркибий қисмлари ва қатнашчилари .....	
1.3.	Молия бозори таснифи ва турлари тавсифи .....	
1.4.	Молия бозорига ҳос воқеликлар ривожини шакллантирувчи омиллар .....	
1.5.	Молия бозорида амалга ошириладиган битим ва операциялар мазмуни ва турлари .	
1.6.	Молия бозорининг иқтисодий модели .....	
1.7.	Молия бозорининг мувозанат ҳолатини ифодаловчи тузилмавий-функционал моделлари	
<b>II-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТРУМЕНТЛАРИ ВА ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР .....</b>		
2.1.	Молия бозори инструментлари таснифи ва тавсифи .....	
2.2.	Қимматли қоғозлар таснифи ва тавсифи .....	
2.3.	Қимматли қоғозларнинг ҳаёт жараёни цикли .....	
2.4.	Базавий қимматли қоғозлар механизми .....	
2.5.	Ҳосилавий қимматли қоғозлар механизми .....	
<b>III-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНДИКАТОРЛАРИ ВА МОДЕЛЛАРИ .....</b>		
3.1.	Молия бозори индикаторлари .....	
3.2.	Жаҳон қимматли қоғозлар бозорлари индекслари .....	
3.3.	Молия бозорининг жаҳон амалиётидаги моделлари .....	
3.4.	Ўзбекистон молия бозорининг модели .....	
<b>IV-БОБ. МОЛИЯВИЙ ИНСТРУМЕНТЛАР ТАҲЛИЛИ .....</b>		
4.1.	Молия бозорида инвестициялар даромадлигини баҳолаш .....	
4.2.	Фоиз ставкаси ва унинг динамикаси .....	
4.3.	Пул оқимларини дисконтлаш .....	
4.4.	Пулнинг вақт мобайнидаги баҳосини ҳисоблаш .....	
4.5.	Базавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш .....	
4.6.	Ҳосилавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш .....	
4.7.	Фундаментал ва техник таҳлил асослари .....	
4.8.	Қимматли қоғозларни секьюриметрик таҳлили .....	
<b>V-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ЭМИТЕНТЛАРИ ВА ИНВЕСТОРЛАРИ, УЛАРНИНГ СИЁСАТИ ВА РОЛИ .....</b>		
5.1.	Эмитентлар, уларнинг сиёсати ва молия бозоридаги роли ...	
5.2.	Инвесторлар, уларнинг сиёсати ва молия бозоридаги роли ...	
5.3.	Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлиги .....	
<b>VI-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТИТУТЛАРИ, УЛАРНИНГ ФАОЛИЯТИ ВА РОЛИ.</b>		
6.1.	Молия бозорларида суғурта ташкилотларининг фаолияти ва роли .....	
6.2.	Молия бозорларида банкларнинг фаолияти ва роли .....	
6.3.	Молия бозорларида инвестиция институтларининг фаолияти ва роли ..	
6.4.	Молия бозорларида давлат молия институтларининг фаолияти ва роли .....	
6.5.	Молия бозорларида халқаро молия институтларининг	

	фаолияти ва роли .....	
<b>VII-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ САВДО ТИЗИМЛАРИ, УЛАРНИНГ ФАОЛИЯТИ ВА РОЛИ .....</b>		
7.1.	Молия бозорларининг савдо тизимлари ва уларнинг иқтисодиётдаги роли .....	
7.2.	Биржалар ва уларнинг фаолияти .....	
7.3.	Электрон савдо тизимлари ва уларнинг фаолияти .....	
7.4.	Молия маҳсулотларининг чакана савдоси тизимлари .....	
<b>VIII-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ РИСКЛАРИ ВА ИНВЕСТИЦИОН ПОРТФЕЛЛАРНИ БОШҚАРИШ АСОСЛАРИ .....</b>		
8.1.	Молия бозори рисклари, уларни баҳолаш ва бошқариш .....	
8.2.	Биржа рисклари .....	
8.3.	Инвестицион жараёндаги риск омили .....	
8.4.	Инвестицион портфеллар .....	
8.5.	Инвестицион портфелни шакллантириш асослари .....	
8.6.	Инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш асослари .....	
<b>IX-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИНИ МУВОФИҚЛАШТИРИШ ВА НАЗОРАТ ҚИЛИШ АСОСЛАРИ .....</b>		
9.1.	Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш концепциялари .....	
9.2.	Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш институтлари ва уларнинг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти .....	
9.3.	Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш моделлари .....	
9.4.	Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг жаҳон амалиёти .....	
9.5.	Молия бозори макрорегулятори концепцияси .....	
9.6.	Молия бозори транспарентлиги, ундаги ахборот ва ҳисоботлар тизими .....	
9.7.	Ўзбекистонда молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш механизмлари.	
<b>X-БОБ. ЖАҲОН МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ ЗАМОНАВИЙ ТЕНДЕНЦИЯЛАРИ ВА МУАММОЛАРИ .....</b>		
10.1.	Жаҳон молия бозорининг ривожланиши тенденциялари ва муаммолари .....	
10.2.	Халқаро молия бозорларидаги операциялар .....	
10.3.	Ўзбекистон молия бозорининг жаҳон молия бозорларига интеграциялашуви масалалари ...	
<b>Адабиётлар рўйхати .....</b>		
<b>Илова 1.</b> Иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлиги .....		
<b>Илова 2.</b> Жаҳон молия бозорининг ривожланиши тенденциялари .....		
<b>Илова 3.</b> Ўзбекистон молия бозори тавсифи, ҳолати ва муаммолари ...		
<b>Илова 4.</b> Индикаторлар гуруҳлари .....		
<b>Илова 5.</b> Қимматли қоғозлар бозорлари индекслари .....		
<b>Илова 6.</b> “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” фани бўйича ўқув-методик кўрсатмалар .....		

№	СОДЕРЖАНИЕ	Стр.
	<b>Введение .....</b>	
	<b>Глава I. Основы финансового рынка .....</b>	
1.1.	Сущность, значение и роль финансового рынка в экономике....	
1.2.	Структура, составные части и участники финансового рынка...	
1.3.	Классификация и характеристика финансового рынка .....	
1.4.	Факторы, формирующие развитие явлений, характерных для финансового рынка	
1.5.	Содержание и виды сделок и операции, совершаемых на финансовом рынке.....	
1.6.	Экономическая модель финансового рынка .....	
1.7.	Структурно-функциональные модели, характеризующие равновесное состояние финансового рынка .....	
	<b>Глава II. ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ЦЕННЫЕ БУМАГИ.</b>	
2.1.	Классификация и характеристика инструментов финансового рынка .....	
2.2.	Классификация и характеристика ценных бумаг.....	
2.3.	Жизненный цикл ценных бумаг.....	
2.4.	Механизм базовых ценных бумаг .....	
2.5.	Механизм производных ценных бумаг .....	
	<b>Глава III. ИНДИКАТОРЫ И МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА.....</b>	
3.1.	Индикаторы финансового рынка .....	
3.2.	Индексы международных рынков ценных бумаг .....	
3.3.	Модели финансового рынка в мировой практике.....	
3.4.	Модель финансового рынка Узбекистана .....	
	<b>Глава IV. АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ .....</b>	
4.1.	Оценка прибыльности инвестиций на финансовом рынке .....	
4.2.	Процентная ставка и ее динамика .....	
4.3.	Дисконтирование денежных потоков .....	
4.4.	Расчет временной стоимости денег .....	
4.5.	Показатели базовых ценных бумаг и их оценка .....	
4.6.	Показатели производных ценных бумаг и их оценка .....	
4.7.	Основы фундаментального и технического анализа .....	
4.8.	Секьюритизационный анализ ценных бумаг .....	
	<b>Глава V. ЭМИТЕНТЫ И ИНВЕТОРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ИХ ПОЛИТИКА И РОЛЬ .....</b>	
5.1.	Эмитенты, их политика и роль на финансовом рынке .....	
5.2.	Инвесторы, их политика и роль на финансовом рынке .....	
5.3.	Взаимосвязь эмитентов и инвесторов .....	
	<b>Глава VI. ИНСТИТУТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И РОЛЬ</b>	
6.1.	Деятельность и роль страховых организаций на финансовых рынках	
6.2.	Деятельность и роль банков на финансовых рынках .....	
6.3.	Деятельность и роль инвестиционных институтов на финансовых рынках	

6.4.	Деятельность и роль государственных финансовых институтов на финансовых рынках .....	
6.5.	Деятельность и роль международных финансовых институтов на финансовых рынках .....	
<b>Глава VII. ТОРГОВЫЕ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И РОЛЬ .....</b>		
7.1.	Торговые системы финансовых рынков и их роль в экономике ..	
7.2.	Биржи и их деятельность .....	
7.3.	Электронные торговые системы и их деятельность .....	
7.4.	Системы розничной торговли финансовыми продуктами .....	
<b>Глава VIII. РИСКИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПОРТФЕЛЯМИ .....</b>		
8.1.	Риски финансового рынка, их оценка и управление .....	
8.2.	Биржевые риски .....	
8.3.	Фактор риска в инвестиционном процессе .....	
8.4.	Инвестиционные портфели .....	
8.5.	Основы формирования инвестиционного портфеля .....	
8.6.	Основы оценки и управления инвестиционным портфелем .....	
<b>Глава IX. РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА .....</b>		
9.1.	Концепции регулирования финансового рынка .....	
9.2.	Институты регулирования финансового рынка и их взаимосвязанная деятельность	
9.3.	Модели регулирования финансового рынка .....	
9.4.	Мировая практика регулирования рынка ценных бумаг .....	
9.5.	Концепция макрорегулятора финансового рынка .....	
9.6.	Транспарентность финансового рынка, система информации и отчетности ..	
9.7.	Механизмы регулирования финансового рынка в Узбекистане ..	
<b>Глава X. СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА .....</b>		
10.1.	Тенденции и проблемы развития мирового финансового рынка .	
10.2.	Операции на международных финансовых рынках .....	
10.3.	Вопросы интеграции финансового рынка Узбекистана в мировые финансовые рынки .....	
<b>Список литературы .....</b>		
<b>Приложение 1. Взаимосвязь экономического роста, инвестиций и финансового рынка</b>		
<b>Приложение 2. Тенденции развития мирового финансового рынка ...</b>		
<b>Приложение 3. Характеристика, состояние и проблемы финансового рынка Узбекистана</b>		
<b>Приложение 4. Группы индикаторов .....</b>		
<b>Приложение 5. Индексы рынков ценных бумаг .....</b>		
<b>Приложение 6. Учебно-методические рекомендации по дисциплине “Финансовый рынок и ценные бумаги” .....</b>		

## КИРИШ

Ўзбекистонда олиб борилаётган кенг қўламли ислохатлар мамлакатда ижтимоий йўналтирилган бозор иқтисодиётига асосланган демократик жамият қуришга қаратилган бўлиб<sup>1</sup>, уларнинг асосий маҳсулларидан бири тез суръатлар билан ривожланаётган миллий молия бозори ҳисобланади.

Миллий молия бозорининг иқтисодиётдаги аҳамиятини долзарблиги қуйидаги муаммоларни самарали ечимига эришиш заруратидан келиб чиқади: инвестицияларни жалб қилиш, ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш, барқарор индустриал ва иқтисодий ўсишни таъминлаш<sup>2</sup>. Бу муаммоларни самарали ечими молия бозорининг рақобатбордошлилиги ва ҳавфсизлиги, барқарорлиги ва ликвидлиги, инвесторлар учун жалбдорлиги ва рисксизлиги даражасини таъминлаш билан узвий боғлиқ. Бунда турли ташқи ва фундаментал ички омиллар таъсирини ҳисобга олиш муҳим ҳисобланади. Мавжуд омиллар ичида доимо эътиборга мойилларидан бири малакали кадрлар омилдир. Чунки “Фақат малакали кадрлар молия бозори муаммоларини ҳал қила оладилар” деган шиор ҳамиша долзарблигича қолмоқда. Бу шиор айниқса Ўзбекистон молия бозори учун катта аҳамиятга эга бўлганлиги сабабли, ушбу дарсликни ёзишга жазм этилди.

“Молия бозори ва қимматли қоғозлар” фанини ўрганишдан мақсад – бўлажак мутахассисларни молия бозорлари соҳаси бўйича ўзлари ва жамиятга фойдали бўлган назарий ва амалий тажрибалар, қонуниятлар, жараёнлар, воситалар мазмун-моҳиятини тушуниб билишга, уларни чуқур ўрганишга, таҳлилий фикр-мулоҳазалар юритиш ва ҳулосалар чиқара олишга ҳамда уларнинг асосида қарорлар қабул қилишга, келажакдаги амалий фаолиятларида самарали қўллаш кўникмаларини ҳосил қилишга ўргатишдан иборат.

Дарслик материаллари жаҳон тажрибасига асосланиб мантиқий кетма-кетликда ёзилган. Бу материаллар ўрганилаётган фан мавзулари асосларини батафсил ёритиб берган ҳолда ўқувчининг молия бозорида ва қимматли қоғозлар билан ишлашнинг назарий ва амалий асосларини эгаллашга кўмаклашади. Мавзулар турдош фанларга боғланган ҳолда ёритилган. Дарсликнинг асосий ғояси молия бозори ва қимматли қоғозлар тўғрисидаги умумлашган тасаввурни ва амалий кўникмаларни берувчи материалларни изҳор этишга қаратилган бўлиб, фан бўйича намунавий ўқув режа ва ўқув дарстурга мос келади.

Ушбу дарслик жаҳон назарияси ва амалиётига, муаллифнинг илмий ва амалий фаолияти натижаларига асосланган бўлиб, ўқшаш номда аввал рус тилида нашр этилган икки жилдли китобларининг ўзбек тилида такомиллаштирилган, қайта ишланган ва янгиланган навбатдаги илмий-педагогик иши ҳисобланади. Унда соҳа бўйича бой назарий, амалий ва статистик таҳлилий материаллар келтирилган бўлиб, ўқувчига мустақил фикр юритиш, таҳлил қилиш ва ҳулосалар чиқаришда самарали восита бўлиб ҳизмат қилади. Бунда муаллифнинг аввал чоп этилган китобларида келтирилган баъзи материаллардан қўшимча фойдаланиш ҳам тавсия этилади.

Имкониятдан фойдаланиб, муаллиф тақризчи ва экспертларга ҳамда Тошкент молия институти “Қимматли қоғозлар бозори” кафедрасига ўз миннатдорчилигини изҳор қилади.

<sup>1</sup> Рискиев Т.Т., Фуломов С.С., Шоҳаъзамий Ш.Ш. ва бошқ. Истиклол, демократия ва фукаролик жамияти.-Т.: Шарк, 2003.-160 б.

<sup>2</sup> “Ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш, техник ва технологик қайта жиҳозлаштиришни рағбатлантириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 2007 йил 14 март, №УП-114; “Қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Қарори, 2006 йил 27 сентябр, №ПП-475.



## I-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ АСОСЛАРИ

### 1.1. Молия бозорининг мазмуни, иқтисодийдаги аҳамияти ва ўрни

#### *Молия бозорининг мазмун-моҳияти ва концептуал тушунчаларни ўзлаштириш бўйича амалий кўникмаларни ҳосил қилиш*

Жаҳон иқтисодийнинг ривожланиши тарихи давомида молия бозори, унинг мазмуни ва унга оид тушунчалар шаклланиб ва узлуксиз ривожланиб келмоқда. Бунга сабаб, инсон цивилизациясининг молия соҳасидаги билим ва тажрибасини бойиши, унда шахсларнинг (юридик ва жисмоний) молиявий муносабатлари ва қизиқишлари кенгайиб, мақсадлари ва фаолият турлари ортиб, манфаатлари тобора ўсиб, уларнинг ҳақ-ҳуқуқлари борган сари мустаҳкамланиб ва таъминланиб боришидадир.

Ҳозирга келиб замонавий молия бозори юқори даражада ташкиллашган ва узлуксиз ривожланаётган, борган сари жаҳон миқёсида глобаллашиб бораётган алоҳида бир бутун ва ўз муҳитига эга муносабатлар ва институтлар (қатнашчилар) мажмуаси сифатида намоён бўлувчи мураккаб тизим эканлиги барчага аниқ бўлмоқда. Бунда молия бозорлари на фақат миллий иқтисодий ривожини, балки глобал иқтисодий ривожини ҳам белгиламоқда. Буни иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлигини тасдиқловчи аргументлардан кўриш мумкин.

**Биринчи аргумент.** Иқтисодий ўсиш ва инвестицияларнинг ўзаро боғлиқлиги механизми Нобель мукофоти лауреати П.Самуэльсон томонидан “акселератор тамойили” кўринишида кўйидагича ифодаланган: реал ЯИМ ўсиши реал инвестициялар ўсишига олиб келади, ўз навбатида реал инвестицияларнинг кўтарилиши унга жавобан ЯИМ ўсишига сабаб бўлади. Бу тамойилнинг муҳим жиҳати шундан иборатки, реал инвестициялар реал капитал (бино ва иншоатлар, машина ва анжомлар) ва ишлаб чиқариш заҳиралари баҳоси ортишини билдиради. Демак, кўриниб турибдики, молиявий инструментлар (қимматли қоғозлар) ёрдамида хўжалик оборотидаги капиталга (молиявий базисга) қилинган инвестицияларнинг ортиши унинг баҳосини оширади, бу эса мос равишда молиявий инструмент кўринишини олган инвестицияларнинг ўсишига олиб келади, яъни “молиявий инструмент (қимматли қоғоз) ва унинг базиси (хўжалик оборотидаги капитал ёки молиявий базис) ўрасидаги эквивалентлилик” тамойилини тўғрилигини ҳамда иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлиги исботлайди. Бу тамойил эквивалентлилик даражасини ифодаловчи баҳо мультипликатори (1.1-чи иловага қаралсин) ёрдамида яққол кўринади.

**Иккинчи аргумент.** Биринчи аргументнинг сўзсиз кучга эга бўлганлиги сабабли, 1.1.1-1.1.4 расмларда кўрсатилган моделларда,  $MV=PT$ ,  $IS-LM$ ,  $C=Y(1-S)$ ,  $S=I$  моделларнинг 1.1.4 расмдаги моделда иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлиги мос равишда  $SV=PI$  модели асосида назарий исботини топади.

#### **Учинчи аргумент.**

$IS-LM$  модели нуқтаи назаридан кредит ставкаси – реал капиталга қилинган пулли инвестиция баҳоси, яъни реал капиталнинг олдиндан молия (кредит) бозори конъюнктураси асосида объектив белгиланадиган рискли бозор баҳоси. Бу баҳонинг энг ишончли минимал бирламчи (дастлабки) миқдори Марказий банкнинг қайта молиялаштириш (реинвестиция) ставкаси билан белгиланади. Яъни Марказий банк бу ставкани инфляцияга ҳамоҳанг ликвид пул билан таъминлаб иқтисодий тартиблаштириши асосида реал капитал ва инвестицияларнинг ўзаро эквивалент боғлиқликдаги энг ишончли минимал рискли баҳосини ўсишини ва унган мос равишда энг ишончли минимал иқтисодий ўсиш даражасини таъминлайди. Лекин молия бозори операторлари (тижорат банклари) дастлабки баҳога кейинчалик ўз ҳоҳиш-истаклари ила маржаларини кўшишлари сабабли, тақлиф қилинажак тижорат баҳо вужудга келади. Бу баҳо фақат

иккиламчи молия (кредит) бозоридагина (унинг функцияси эвазига) объектив мазмунга эга бўлиб (конъюнктура асосида), реал капитал ва инвестициянинг ўзаро эквивалент боғлиқликдаги энг объектив рискли баҳосини ўсиши (пасайиши) ва унган мос равишда молия бозори ёрдамида энг ишончли реал иқтисодий ўсиш (пасайиш) даражаси таъминланади (1.1.2 ва 1.1.3 расмлардаги моделларга қаралсин). Айнан шу қонуният иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлигини исботлайди. Шу билан бирга бу қонуният молия бозорини тартиблаштириш зарурлигини ҳам белгилайди (IX-чи бобга қаралсин).

“Акселератор тамойили” ҳақиқий кучга эгаллигини 20 йирик индустриал ва ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётининг 1961-2006 йиллар даври бўйича таҳлил натижалари тўлиқ тасдиқлайди. Таҳлилий йиллар даврида йирик ривожланган мамлакатлар иқтисодиётида реал ЯИМ ва реал инвестициялари ўсиши суръатларининг корреляция коэффицентлари максимал қийматга (яъни бирга) яқин бўлган, жумладан: Германияда 0.90, Францияда 0.87, Японияда 0.81, Италияда 0.78, АҚШда 0.77, Канадада 0.72, Буюк Британияда 0.63.

Ривожланган мамлакатлар гуруҳи бўйича реал ЯИМнинг бир фоиз ўсиши реал инвестицияларни 2.8 фоизга ўртача ортишини талаб қилган, жумладан: Буюк Британияда 3.7%, Германияда 2.9%, Францияда 2.7%, Италияда 2.4%, Канадада 2.3%, АҚШда 2.2%, Японияда 1.8%. Кўпчилик ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётларида 1991-2006 йилларда ушбу кўрсаткич миқдори инфляция ва асосий капитал ишлатилиши самарадорлиги даражаларини ҳар хиллиги туфайли сезиларли катта диапазонда ўзгарган.

Демак, “акселератор тамойили” ҳаққоний бўлганлиги сабабли биринчи аргументни, мос равишда иккинчи ва учинчи аргументларни ҳам тўғри деб топиш мумкин.

Юқорида келтирилган таҳлил натижаларидан глобал инвестициялар ва иқтисодий ўсиш соҳасида қайғули тенденция бўлган жаҳон миқёсида иқтисодий ўсиш суръатларини охириги ярим асрда секинлашганини ҳам кузатиш мумкин. 1961-2006 йиллар даврида ўртача 12 ривожланган мамлакатлар бўйича реал ЯИМ ўсишининг ўртача суръатлари 4.1 фоизни ташкил этган. Охириги 15 йил ичида аввалги 30 йилдаги 4.7 фоизга нисбатан 2.8 фоизга пасайган. 1991-2006 йиллар даврида G7 гуруҳи мамлакатларининг барчасида ва кўпчилик ривожланаётган давлатларда аввалги 30 йиллик даврга нисбатан реал ЯИМ ортиши йиллик суръатлари пасайганини кузатиш мумкин. Бундай ҳолатнинг асосий сабаби – реал инвестицияларни ўсиш суръатларини сусайиши ва ЯИМда реал инвестициялар улушини қисқариши бўлиб, бунда давлат ҳукуматлари ва миллий молия бозорларини тўлиқ уйғунлашмагани, унинг қатнашчиларини консервативлиги, инерционлиги ва етарлича самарали эмаслиги сезиларли намоён бўлмоқда.

Иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида реал инвестицияларни жалб қилишнинг қўшимча имкониятларини ривожланган, ўз функциясини тўлиқ бажарувчи самарали (идеал) молия бозорлари беради. Бунда қимматли қоғозлар эмиссияси сезиларли аҳамиятга эга. Аммо ҳозирда реал инвестицияларни жалб қилишда акциялар эмиссияси (IPO) улуши жаҳонда пастлигича қолмоқда. Масалан, 2006 йилга келиб, реал инвестициялар баҳосида акциялар эмиссиясидан олинган даромадлар: АҚШда 0.2%, Японияда 0.8%, Россияда 4.1%, Испанияда 2.4%, Италияда 5.3%, Канадада 5.4%, Германияда 6.3%, Францияда 8.3%, Буюк Британияда 9.1%. Айтиш жоизки, 1990 йиллар ўртачида кўпчилик мамлакатларда акциялар эмиссиясининг инвестициялардаги улуши тез ва барқарор суръатлар билан ўсган бўлиб, акциялар эмиссияси ўсиши суръатларининг реал ЯИМ ўсиши суръатлари билан юқори даражада корреляцияланганини кўриш мумкин.

Эмиссия даромадларини ишлаб чиқариш қувватлари ўсиши билан боғлиқ бўлмаган мақсадларда ишлатмаслик акциялар эмиссиясини (IPO асосида) ва облигациялар эмиссиясини реал инвестициялар ҳажмига ижобий таъсир кўрстишига тўсқинлик қилиши мумкин. Ҳозирча IPO

бўйича асосий даромад кўп ҳолларда мажоритар акциядорларга тушмоқда, компания қарзларини реструктуризациясига йўналтирилмоқда ёки аввалги (эски) мулкдорлардан активларни сотиб олиниши бўйича битишувларни (операцияларни) молиялаштирилмоқда, яъни реал капитал баҳосини ошириш билан боғлиқ бўлмаган мақсадларга ишлатилмоқда. Бундай ҳавфли ҳолатни облигациялар эмиссиясида ҳам кузатиш мумкин. Таъкидлаш жоизки, бундай ҳавфли ҳолатлар олдини олишда ва молиявий оқимларни реал капитал ўсишини таъминланилишига йўналтириш мақсадида кенг жамоатчилик, корпоратив бошқарув механизми ва молия бозори регуляторлари томонидан чуқур ва доимий мониторинг ва назорат олиб борилиши зарур. Бунда молия бозори макрорегулятори модели катта самара бериши мумкин (9.5 параграфга қаралсин).

(1-чи ва 2-чи иловаларга ва X-чи бобга қаралсин). Унинг мазмун-моҳияти қуйидаги концептуал тушунча ва қонуниятлар асосида белгиланади.

Молия бозорини, умуман олганда, қуйидагича таърифлаш мумкин: *молия бозори* – бу монетизациялашган реал инвестицион базисга эквивалент молиявий инструментлар билан боғлиқ ташкиллашган иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган муносабатларни мақсадли амалга оширувчи, иқтисодиёт субъектлари учун зарурий бозор шароитларини яратиб берувчи мажмуа сифатида намоён бўлувчи тизим. Ушбу тизим механизми иқтисодиётнинг барча субъектлари томонидан уларни ҳар бирининг алоҳида манфаатли мақсадлари доирасида ҳаракатга келтирилади.

Бу маънода, умуман олганда, молия бозори тушунчаси товарларнинг бошқа турлари (масалан, нефт, олтин ва бошқа турдаги ҳом-ашёлар, хизматлар, кўчмас мулк ва бошқалар) бозорлар тушунчаси ўртасида ўхшашликни сезиш мумкин.

Лекин ҳар қандай бозорни у ёки бу белги асосида таснифланишининг мазмуни унинг товари хусусиятлари билан боғлиқ ҳолда амалий аҳамияти билан белгиланишини ҳисобга олсак ҳамда, агар кўрилалаётган бозор турларидаги товарларни хусусияти, келиб чиқиши ва уларнинг бозор муомаласини бир-бири билан таққослайдиган бўлсак, албатта сезиларли фарқ намоён бўлади. Масалан, ишлаб чиқариладиган товарлар муомаласи учун уларга ҳос бўлган бозор зарур, қимматли қоғозлар учун эса фақат фонд бозори, пул (валюта) ва кредитлар учун – мос равишда пул бозори ва кредитлар бозори бўлиши керак ва ҳ.к. Бунда реал товар, молия инструментларидан фарқли, бир ёки бир неча маротаба олди-сотти бўлади, қимматли қоғозлар эса чекланмаган мартта олди-сотти бўлиши мумкин. Умуман олганда товар кимнингдир томонидан ишлаб чиқарилади, молиявий инструмент (жумладан қимматли қоғоз) эса муомалага чиқарилади.

Молия бозори ҳар қандай мамлакатнинг умумий бозорини таркибий, аммо, асосий ва алоҳида қисмидир. Лекин, молия бозорининг асоси реал товарлар бозоридир. Бунда молия бозори реал иқтисодиёт ва товар бозорининг устқурмаси сифатида намоён бўлиши билан бирга товар бозори ва иқтисодиётни молиявий таъминлайди ва мувофиқлаштиради, умуман иқтисодиётнинг объектив ҳолатини ифодалайди ва ривожланишини белгилайди.

Товар иқтисодиётининг асосий мақсадларидан бири фойда олиш бўлганлиги учун ундаги ҳар қандай фаолият капитални орттириш соҳаси бўлиши зарур. Шу муносабат билан ҳар қандай бозор – бир вақтнинг ўзида капиталларга қўйилмалар учун мулжалланган бозор ҳамдир.

Пул маблағлари товарнинг ҳар қандай турига (жумладан қимматли қоғозларга) қўйилиши (йўналтирилиши) мумкин. Бунинг барча ҳолатларида йўналтирилган пул маблағлари вақт мобайнида ўз орттирмасига (ёки зарарига) эга бўлиши, яъни фойда ёки зарар келтириши мумкин. Аммо, бу ҳолатларнинг барчасида бошланғич пул маблағини жамғариш ёки топиш жараёни мавжуд эмас, ҳар қандай капиталга пул маблағини қўйиш учун бошланғич жамғармага эга бўлиш ёки топиш имкониятини бермайди.

Бошқа соҳалардан фарқли молия бозори эса ушбу имкониятни берувчи, унинг учун зарурий шарт-шароитларни яратувчи муҳит, алоҳида иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган, институтлари (қатнашчилари) ва уларнинг молиявий инструментлар билан боғлиқ муносабатлари мажмуаси сифатида намоён бўлувчи тизимдир.

Айнан шу ва юқорида айтилганлар билан молия бозори бошқа турдаги бозорлардан кескин фарқ қилади.

Молия бозори ўз ичига қуйидаги сегментларни (хусусий бозорларни) олади:

- пул-кредит (банк ва бошқа кредит ташкилотлари капиталлари) бозори;
- қимматли қоғозлар (фонд, капиталлар) бозори;
- валюта ва унга тенглаштирилган авуарлар (қимматбаҳо металллар, камёб элементлар, санъат асарлари ва ҳ.к.) бозори;
- суғурта ва пенсия фондлари бозори, лотерея ўйинлари инструментлари.

Молия бозори иқтисодиётда қуйидагилар мавжуд бўлгандагина самарали фаолият кўрсатиши мумкин:

- эффектив (самарали) мулкчилик тизими<sup>3</sup>;
- инвестиция учун мўлжалланган етарли жамғармалар (молиявий ресурслар, маблағлар) ва иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган молиявий инструментлар.
- талаб ва таклифни объектив мутаносиблиги;
- молия бозори инфратузилмасини самарали фаолияти;
- бозор қонунлари, тамойиллари ва қонунчилигини ҳукм суриши;
- молиявий барқарорлик, рақобатбардошлилик ва ҳавфсизлик, рискларни башоратлилиги.

Молия бозорида молиявий ресурслар жарғармачилардан истеъмолчиларга томон ва аксинча йўналишда ҳаракат қилади. Бунда жамғармалар инвестицияларга трансформацияланади (айланади).

Молия бозорида ресурслар ҳаракати қуйидаги омилларга боғлиқ:

- бозорнинг даромадлилик даражаси;
- бозорни солиққа тортиш шарт-шароитлари;
- капитални йўқотиш ёки назарда тутилган фойдани ололмаслик rischi;
- бозорни самарали институционал ва функционал ташкиллашгани;
- бозорни самарали мувофиқлаштирилганлиги ва назорат қилиниши;
- молиявий инструментларнинг реал базис билан таъминланганлиги ва шу асосда иқтисодиёт ва молия бозорини эквивалентлиги;
- жамиятнинг менталитети ва танлаб олган ривожланиш модели;
- макро- ва микроиқтисодий барқарорлик;
- ташқи кучлар ва ходисаларнинг бозорга таъсири ва бошқалар.

Ушбу омиллар (ташқи ва ички фундаментал омиллар) молия бозоридаги воқеликлар (жараёнлар, ходисалар) ривожини шакллантиради. Улар тўғрисида ушбу бобнинг 1.4 бандида алоҳида тўхталиб ўтамиз.

Самарали (эффекив) молия бозори бўш капиталнинг адекват ҳажмини ва мамлакатнинг иқтисодий ўсишини таъминлаш учун зарурдир. Агарда, пулдан бошқа молиявий ресурслар бўлмаганда эди, бозор субъектлари ўзларининг жамғармалари ҳажмидан ошмаган миқдордагина инвестиция қилишлари мумкин бўларди, бу эса уларнинг инвестицион фаоллиги чекланганлигидан далолат беради ва капитални нооптимал (самарасиз) ишлатилишига олиб келарди. Натижада бозор субъектлари учун инвестиция қилиш вариантлари кам бўлганлиги муносабати билан уларда

---

<sup>3</sup> Эрнандо де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.

маблағларини аккумуляция қилишдан бошқа имконият қолмасди. Бу эса молиявий инструментларни бозор муомаласига чиқаришнинг афзаллигини ва молия бозорининг иқтисодиётдаги аҳамиятини кўрсатади. Муҳими шундаки, эркин иқтисодиётнинг қонунлари таъсири остида молиявий капиталнинг (инструментларнинг) самарали, оператив ва ликвид муомаласи учун объектив молия бозори муҳити шаклланади ва ривожланади. Бу муҳит эвазига иқтисодиёт самарали монетизациялашади, реал мулк ва товарлар пул ёрдами ва ўлчамида эркин молиявий инструментларга трансформацияланиб, молия бозорида уларнинг объектив нархи шаклланади, натижада иқтисодиёт қонунларига асосланган молиявий ресурслар билан боғлиқ инвестицион фаоллик ривожланади ва иқтисодий ўсиш таъминланади. Айтиш жоизки, пул ҳам капитал сифатида қимматли қоғозга ва кредитга трансформацияланиб бозор муомаласида бўлиши мумкин.

Айнан юқорида айтилганларнинг асосида молия бозори алоҳида бозор муҳити сифатида эффективлилик даражасига эришади. Бунда молиявий инструментлар (қимматли қоғозлар, банк капиталлари, бошқа турдаги молия воситалари ва маҳсулотлари) монетизациялашган реал базис ва шу асосда иқтисодиёт ва молия бозорини эквивалентлиги маҳсус самарали иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланганлиги тушунилади.

Молия бозорининг юқори даражада ташкиллашганлиги унинг алоҳида фаолият механизми билан белгиланади. Бу механизм иқтисодиётнинг қонун ва категорияларини тўлиқ амал қилиши негизида (6-чи иловага қаралсин) ва давлатнинг регулятив (административ ва индикатив тарзда) сиёсати асосида молия бозорининг барча қатнашчиларини бевосита иштироқи натижалари билан белгиланади, давлат ва иқтисодиёт субъектлари томонидан биргаликда ҳаракатга келтирилади.

Молия бозорининг ҳоссалари қуйидагилардан келиб чиқади:

- молиявий инструментлар ва улар бўйича иқтисодий-ҳуқуқий муносабатларни таъминловчи ташкиллашган мураккаб инфратузилмага (институционал ва функционал тузилмага) ва фаолият механизмига эга динамик тизим;

- очиклик, тенг имконият, эркин рақобат, объектив бозор баҳоси, рисклилик, омиллар ва воқеликларни (жараёнларни) ўлчамлилиги (таҳлил қилиниши, баҳоланиши ва прогнозланиши мумкинлиги);

- молиявий инструментларнинг монетизациялашган реал базис ва сифат билан таъминланганлиги, стандартлашганлиги ва унификацияланганлиги;

- бозор ва унинг қатнашчиларини транспарентлилиги (информацион шаффофлиги);

- молиявий инструментларнинг оптимал ҳажми ва баҳоларини объектив талаб ва таклифдан келиб чиққан ҳолда шаклланиши;

- молиявий инструментларнинг эркин муомаласи индустрияси учун бозор инфратузилмаси билан таъминланганлиги;

- бозор қатнашчиларининг бизнес қуввати потенциали (сифат параметрлари даражаси миқдори бўйича);

- бозорни тартиблаштирилганлиги (мувофиқлаштирилиши ва назорат қилиниши даражаси бўйича).

Молия бозорининг муҳим ҳоссаларига қуйидагилар киради: бозор географияси кенглиги ва чегаралари, бозорнинг ташкилий модели параметрлари, бозорни рақобатбардошлилиги ва ҳавфсизлиги даражаси, бозорнинг рисклилик даражаси, бозорнинг жалбдорлилиги, бозорнинг эгилувчан мосла-шувчанлиги даражаси, бозорни иқтисодиётга эквивалентлилик даражаси, бозорнинг функцияларини бажариши даражаси, бозорни омилларга таъсир-чанлиги даражаси. Санаб ўтилган ҳоссалар молия бозори муҳитининг қувват потенциалини белгилайди ва ривожини

шакллантиради. Яъни, молия бозори муҳитининг қувват потенциали даражаси – бош (интеграл) ҳосса сифатида – молия бозорининг санаб ўтилган ҳоссалари даражаси миқдори билан белгиланади ва баҳоланади.

Молия бозори муҳити табиатан юқорида келтирилган ҳоссалар ва ўзаро боғланган унсурлар билан тўлдирилган қандайдир тизимли фазо (эфир) деб қаралса, унда у илмий нуқтаи назардан маълум бир қувват потенциалига эга бўлади.

Молия бозорининг қувват потенциали унинг унсурларини (асосан қатнашчиларини) муҳит ичида ўз манфаатлари мақсадида (йўлида) қандайдир кучланиш билан таъсир этувчи кучи миқдори билан ифодалаш мумкин. Бозор қатнашчиларининг мафаатлари бир-бирига зид бўлганлиги муносабати билан бозорда маълум шароитларда кучлар мувозанати вужудга келади, яъни молия бозорида талаб ва таклифнинг мувозанат ҳолати пайдо бўлишини кузатиш мумкин. Одатда, бу мувозанат қисқа вақтдан сўнг тез бузилади. Масалан, бозорда харидор арзонга олишни хоҳлайди, сотувчи эса қимматроққа сотишга ҳаракат қилади. Пировардида, икала тараф муайян вақтда копромиссга келади, натижада вақтинчалик манфатлар мувозанати вужудга келади. Лекин вақт ўтгач, бозор қуввати потенциали ўзгариши билан тарафлар манфаати ҳам ўзгаради, натижада янги мувозанат (компромисс) ҳолатига замин пайдо бўла бошлайди ва ҳ.к. Умуман олганда бозор тенденцияси (динамикаси) тўлқинсимон спекулятив сакрашлар тусини олади. Молия бозорининг бу хусусияти айниқса қимматли қоғозлар сегментида (бозорида) кучли намоён бўлади. Молия бозорининг ушбу хусусияти уни ҳом-ашё ва бошқа турдаги товар (жумладан хизматлар) бозорларидан фарқлайди. Бунга сабаб, товар ва ҳом-ашё бозор-ларидаги таклиф ишлаб чиқаришга боғлиқ, талаб эса истеъмолга боғлиқ. Лекин, таклиф талабдан келиб чиқади ва аксинча, талаб таклифдан келиб чиқади, яъни улар бир-бирида мужассамланиб, сабаб-оқибатий боғлиқликда бўлади.

Шундай қилиб, юқоридагиларнинг барчаси молия бозорининг мазмуни ва хусусиятларини ифодалайди.

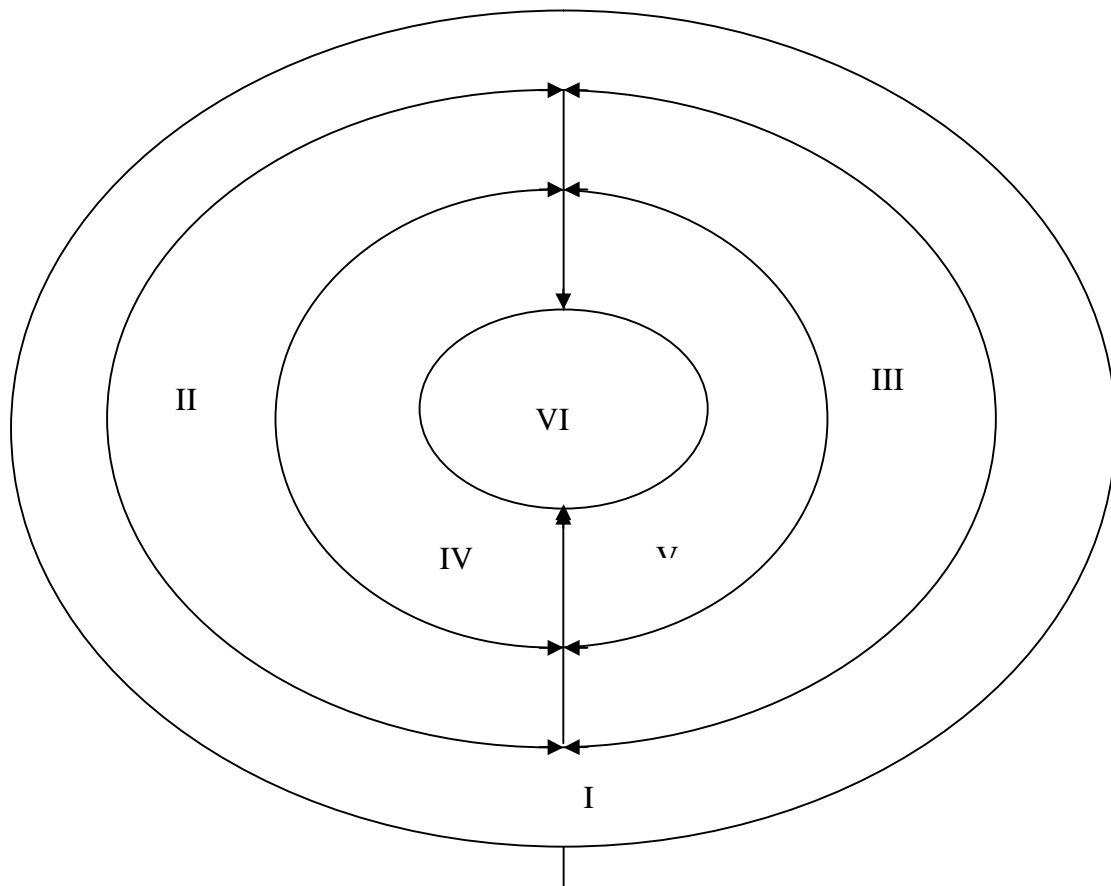
### ***Молия бозорининг иқтисодийдаги аҳамияти ва ўрни***

Молия бозорининг бозор муносабатлари тизимидаги аҳамияти уни томонидан қуйидаги қулай шароитларни таъминланиши билан боғлиқ асосий вазифалари асосида белгиланади:

- иқтисодийнинг реал секторига инвестицион молия ресурсларни самарали жалб қилиниши;
- капитални самарасиз тармоқдан самаралисига қайта тақсимланиши;
- давлат бюджетига хизмат кўрсатиши, унинг камоматини (дефицитини) қоплаш учун пул маблағларини самарали жалб қилиниши;
- иқтисодийнинг ҳолатини аниқ бозор индикаторлари ёрдамида баҳоланиши;
- инфляция суръатлари (темплари) ва валюта курслари ўзгаришига оператив таъсир кўрсатилиши;
- давлатнинг кредит-пул ва бюджет-солиқ сиёсатини объектив ва мутаносибликда олиб борилиши;
- мулкка эгалик ҳуқуқини ишлаб чиқариш воситаларига қайта тақсимланиши;
- жаҳон глобаллашуви жараёнларига миллий иқтисодийни интеграллашуви.

Молия бозорини мамлакатнинг умумий бозори муҳитидаги ўрнини 1.1.1-чи расмда кўрсатилганидек ифодалаш мумкин. Унада мос равишда ташқи айланма билан кўрсатилган юза I - умумий бозор муҳитини (фазо-сини), II-чи ва III-чи – юзалар қисқа ва ўрта-узоқ муддатли биржадан таш-қари молия инструментлари бозорлари муҳитини, IV-чи ва V-чи юзалар қисқа ва ўрта-узоқ муддатли биржадан ташқари қимматли қоғозлар бозор-лари муҳитини, VI-чи юза (ядровий фазо) фонд биржаси муҳитини ифодалайди.

Таъкидлаш жоизки, VI-юза энг юқори даражада ташкиллаштирилган ва объектив нарҳ-наво бозор муҳити ҳисобланади, I-чи юза эса унинг аксидир. Бунда I-чи ва II-чи юзалар оралиғидаги ҳалқа ҳубфия бозорни англатади. Сезиш мумкинки, ўта ривожланган хусусий мулкчилик тизими шароитида<sup>4</sup> молия бозорининг юқори даражада ривожлантириш, атрибут ва унсурларини юқори қувват потенциалига эриштириш эвазига ҳубфия бозор ҳажми қисқариши мумкин (бунга индустриал ривожланган мамлакатларнинг, масалан, АҚШ, Германия, Япония, молия бозорлари мисол бўла олади).



Расм 1.1.1. Молия бозорини мамлакатнинг умумий бозори муҳитидаги ўрнини ифодаловчи модел.

Ушбу модел (1.1.1-чи расм) молия бозорининг умумий бозор муҳитида жойлашган ўрнини яққол ифодалаган ҳолда, уни иқтисодиётда марказий ўринга эғалигини англатади. Чунки молия бозори орқали иқтисодиётнинг барча субъектлари ўзаро боғланган бўлиб, уларнинг ҳар бири ўзининг манфаати мақсадида молиявий инструментлар ёрдамида иқтисодий-ҳуқуқий муносабатларни амалга оширади.

Молия бозорининг иқтисодиётдаги функцияси асосида унинг ўрни ва ролини макроиқтисодий позициядан кўриш муҳим аҳмиятга эга.

Маълумки, мамлакатда тайёр маҳсулотларнинг (хизматларнинг) умумий таклифи (Y) ҳаражатлар компонентлари орқали топилиши мумкин, яъни  $Y=C+I+X-M+TR$ . Ушбу ифодадаги

<sup>4</sup> Эрнандо де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. Пер. с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-сс.3-270; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-сс.3-850.

параметрларни куйидагича белгилаб оламиз:  $S+I=A$  (абсорбция),  $Y-C=S$  (миллий жамғармалар),  $X-M+TR=CAB$  (мамлакатнинг жорий тўлов баланснинг ҳисоби).

Натижада, куйидаги ифодаларни олиш мумкин:  $Y-A=S-I$  ва  $S-I=CAB$ .

Бу тенгликлар мамлакатда даромадлар ва ҳаражатлар ўртасидаги ички макроиктисодий дисбалансни ташқи дисбаланс билан боғлиқлигини билдиради. Икала дисбаланс ҳам жамғармалар ва инвестициялар ўртасидаги дисбалансга олиб келади, демак, улар иктисодий ўсишнинг асосий омилларидан ҳисобланади<sup>5</sup>. Бунда эса молия бозорининг қисқа ва узоқ муддатли иктисодий ўсишни таъминлашдаги роли бекиёсдир. Чунки айнан молия бозори ёрдамида жамғармалар шаклланади (аккумуляцияланади) ва улар самарали инвестицияларга трансформацияланади (айланади).

Қисқа давр ичида иктисодий ўсиш молия бозори орқали мавжуд молиявий ресурслардан самарали фойдаланиш ҳисобига эришилади. Аммо узоқ муддатли даврда иктисодий ўсиш ишлаб чиқариш қувватларини инвестициялар ҳажмини кенгайтириш йўли билан модернизациялашуви ва оширилишини талаб этади. Макроиктисодий барқарорлик шароитида инвестицияларга бўлган талаб эса молия институтлари ёрдамида ички ва ташқи жамғармалар ҳисобига қопланади.

Бундан аён бўладики, молия бозори молиявий ресурсларни (жамғармаларни) иктисодиётда самарали (эффektiv) тақсимлаш ва қайта тақсимлаш функциясини амалга оширади ва иктисодиёт ҳолати “барометри” ролини бажаради.

Иктисодиётда молиявий оқимлар инфляция ва фоиз ставкасига боғлиқ ҳолда молия бозори орқали тақсимланади ва қайта тақсимланади. Бунда инфляция ва фоиз ставкаси молия бозорининг мувозанат ҳолатига таъсир кўрсатади.

Юқорида айтилганларга асосан, макроиктисодий мувозанатни мос равишда куйидаги тенгламалар билан ифодалаш мумкин:

$S = I$  (ушбу балансга риоя қилинганда умумий талаб ва таклиф ўртасида тенгликка эришилади, яъни  $S=Y-A-X=I$ , бунда  $A=C+G$  – абсорбция;  $Y-A$  – ички жамғармалар;  $X$  – манфий ишорали ташқи жамғармалар),  $MV = PT$ .

Ушбу тенгламалар билан ифоданадиган макроиктисодий мувозанат молия бозори ҳолатида ўз аксини топади, яъни бозор иктисодиётнинг ҳолатини эквивалент тарзда акс этади. Бошқача қилиб айтганда, молия бозори иктисодиётнинг “эгиз-аналогии” сифатида намоён бўлади. Шунинг учун молия бозори иктисодиётнинг “барометридир”.

Айтилганлар асосида молия бозоридага мувозанатни гипотетик тарзда куйидаги мувозанат тенгламаси билан ифодалаш мумкин:  $SV = PT$ . Бунда:  $T$  – молия инструментлари бўйича тузилган шартномалар ҳажми (бу эса инвестициялар ҳажмига тенг), яъни  $T = I$ ;  $S$  – молиявий инструментлар учун таклиф қилинган жамғармалар ҳажми;  $V$  – инвестиция қилинган жамғармаларни фойда (зарар) билан қайтиши тезлиги (вақт оралиғи, ликвидлилиги);  $P$  – молиявий инструментлар бўйича тузилган шартнома-ларнинг (битишувларнинг) бозор нарҳи.

Демак,  $T = I$  эканлигини ҳисобга олган ҳолда молия бозорининг мувозанат тенгламасини куйидагича ифодалаш мумкин:

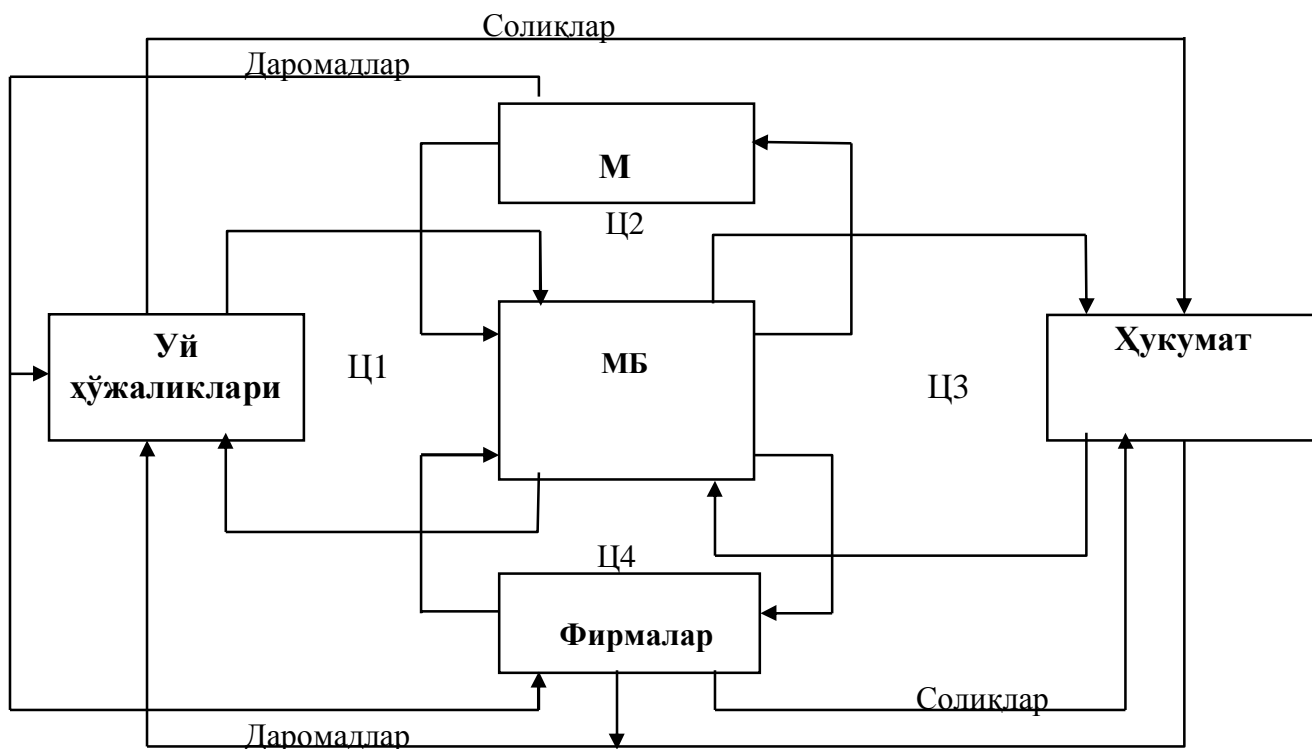
$$SV = PI \quad (1)$$

Илмий нуқтаи назардан (1) тенгламани пулнинг миқдорий назариясига ўхшаш молия инструментларининг (қимматли қоғозларнинг ёки инвестиция-ларнинг) миқдорий назарияси деб фараз қилиш мумкин.

<sup>5</sup> Опыт развития финансовой и фискальной системы и привлечения прямых иностранных инвестиций в Восточной Азии: уроки и рекомендации. Сборник трудов мол.ученых Трушин Э., Музафаров Д., Федорова Е., Дыйканбаева Г.-Алматы, 2001.-с.с.74.



Маълумки,  $S = I$  тенглик бюджет-солиқ сиёсати асосида,  $MV = PT$  тенглик эса кредит-пул (монетар) сиёсати асосида амалга оширилади. Бунда  $S \rightarrow I \rightarrow M \rightarrow S$  кўринишидаги даврий боғлиқлик ушбу сиёсатларнинг эквивалентлилигини билдиради. Бу эса (1) тенгламани мақсадга мувофиқ эканлигини англатади. Чунки иккала сиёсат ҳам барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида реал иқтисодиёт учун ишлаганлиги (йўналтирилган-лиги) учун, уларнинг уйғунлашуви ва оптимал балансига эришиш (1) тенгламадан кўриниб турибдики, молия бозори орқали амалга оширилиши табиийдир. Ушбу ҳолатни 1.1.2-чи расмда кўриш мумкин.



Расм 1.1.2. Молиявий оқимларни молия бозори орқали ҳаракати модели.

Бунда (1.1.2-чи расм) МБ – Молия бозори; Б – Марказий банк; Х – Ҳукумат; УХ – уй хўжаликлари; Ф – фирмалар; Ц1 - Ц4 – Б, Х, УХ ва Фирмаларнинг молия бозори (МБ) билан боғланган локал цикллари. Ушбу цикллар орқали мос равишда молиявий оқимлар ҳаракати молия бозори қатнашчилари томонидан амалга оширилади. Бунда Ҳукумат ва Уй хўжаликлари, Ҳукумат ва Фирмалар ўртасидаги боғланиш “даромад-солиқ” айланмаси ташқи цикллари бўйича ташкиллашган.

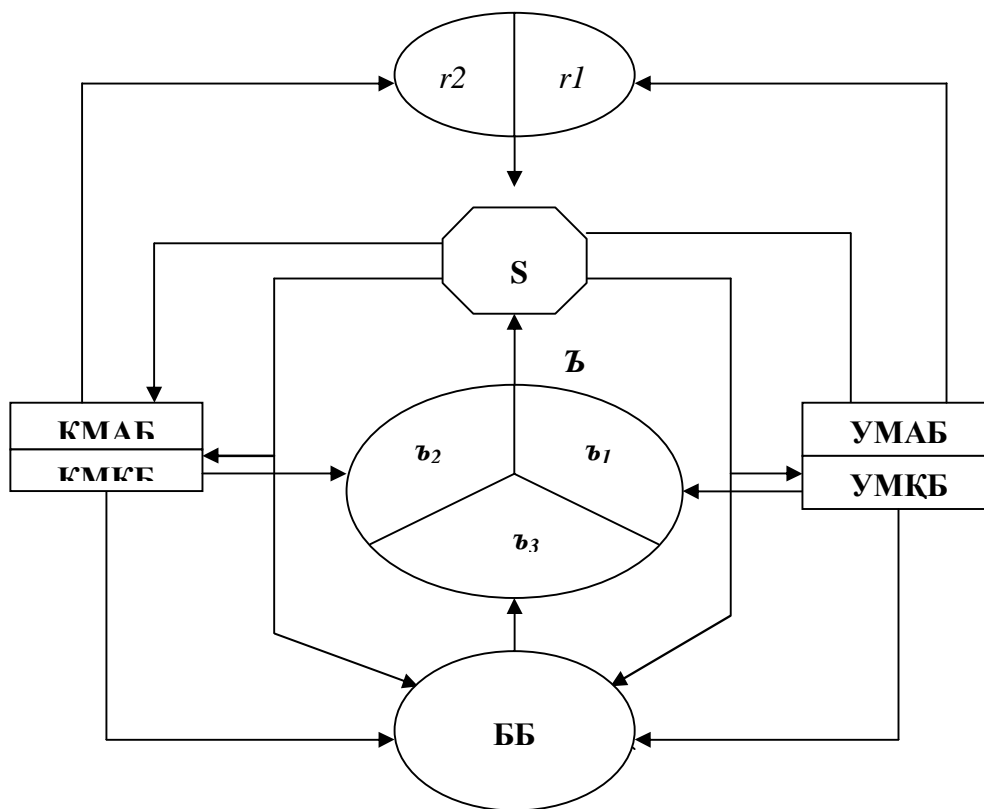
1.1.2-чи расмдаги моделда ҳар бир цикл маълум мақсад асосида ҳаракат қилади ва бир-бири билан бевосита ва (ёки) билвосита боғлиқ бўлиб, уларнинг тезлиги ва ҳажми бозор конъюктурасига боғлиқ.

Демак, моделдан кўриниб турибдики, молия бозори иқтисодиётда марказий ўринга эга, иқтисодиётнинг барча субъектлари унинг конъюктурасига боғлиқ ҳолда ўзаро боғлиқлик ва таъсирда фаолият юритадилар. Молия бозори ўзининг қисқа ва ўрта (узок) муддатли инструментлари (жумладан қимматли қоғозлар) ёрдамида иқтисодиёт субъектларини инвестиция билан таъминлайди, ресурсларни уларнинг ўртасида самарали тақсимлайди ва қайта тақсимлайди.

Таъкидлаш жоизки, қимматли қоғозлар молиявий ресурслар ҳаракати-нинг бир қисмини камрайди. Қимматли қоғозлардан ташқари молия бозорида ссуда ва кредитлар, субсидия ва

субвенциялар, суғурта воситалари ва валюталар муомалада бўлади. Уларнинг ҳар бири ўзига мос циклда ва молия бозори сегментларида самарали ҳаракат қилади. Бунда қимматли қоғозлар ва уларнинг реал базиси миқдорларини кўпинча бир-бирларига мос келмаслиги ҳамда уларни бозорда бир-бирига қарама-қарши йўналишда ҳаракат қилиши мумкинлиги қимматли қоғозлар бозорининг хусусияти ҳисобланади.

Бундай ҳаракат бозор конъюнктураси ҳолатига (кўрсаткичларига) боғлиқликда 1.1.3-чи расмдаги моделда кўрсатилганидек амалга оширилади. Бунда (1.1.3-чи расм): ҚМАБ – қисқа муддатли монетизациялашган молиявий активлар (қимматли қоғозлардан ташқари) бозори; УМАБ – ўрта ва узок муддатли монетизациялашган молиявий активлар бозори; ҚМҚБ – ҚМАБга мос қисқа муддатли қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори; УМҚБ – УМАБга мос ўрта ва узок муддатли қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори; ББ – қимматли қоғозларнинг биржа бозори;  $B$  – қимматли қоғозлар бозорининг комплекс кўрсаткичи (ушбу кўрсаткич мос равишда биржавий ва биржадан ташқари қимматли қоғозлар бозорлари индекслари  $b_1, b_2, b_3$  орқали ифодаланади, яъни  $B=f(b_1, b_2, b_3)$ );  $R$  – ҚМАБ ва УМАБ доирасида шаклландиган фоиз ставкалари  $r_1, r_2$  орқали ифодаланадиган комплекс кўрсаткич, яъни  $R = f(r_1, r_2)$ ;  $S$  – молиявий инструмент-ларга инвестиция тарзида молия бозори орқали йўналтирилган жамғармалар.



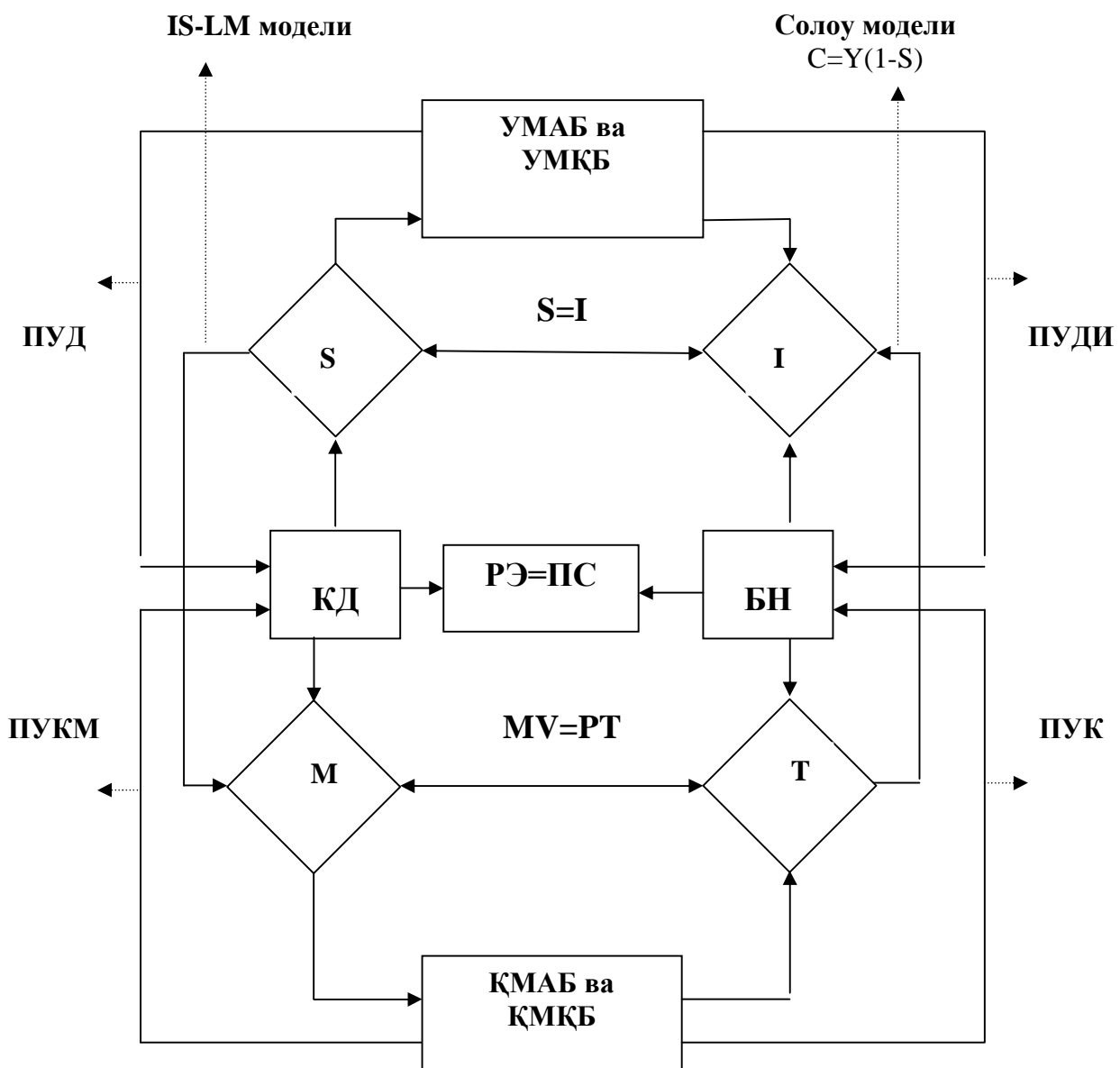
Расм 1.1.3. Молия бозорида конъюктурага боғлиқ тарзда инвестицияларни самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишининг тузилмавий-бозор модели.

Молия бозорида жамғармалар оқимининг ( $S$ ) ҳаракати йўналиши фоиз ставка ( $R$ ) ва индекс ( $B$ ) кўрсаткичларига боғлиқ ҳолда шаклланади, яъни  $S = f(R, B)$ . Яъни қайси бир кўрсаткич жамғармага эга бўлган инвестор учун манфаатли бўлса, инвестор ўз маблағларини ўша кўрсаткич билан белгиланган молия бозори сегменти орқали иқтисодиётнинг самарали соҳасига қараб йўналтиради. Бунда иқтисодиёт субъектлари ўртасида инвестициялар учун рақобатли кучли кураш кетади.

Таъкидлаш жоизки, ушбу рақобатли курашда инфляция даражаси катта роль ўйнайди. Агар, инфляция даражаси юқори бўлса (гиперинфляцияда) инвесторлар ўз ресурсларини ҚМАБ ва ҚМҚБ

томон йўналтиради, акс холда эса (инфляциянинг паст даражасида, пулнинг қадрилигида) инвестициялар УМАБ ва УМҚБ томон ҳаракат қилади.

Ушбу қонуниятни 1.1.4-чи расмда кўрсатилган модел ёрдамида яққол ифодалаш мумкин. Бунда:  $I$  – ялпи инвестициялар;  $S$  – жамғармалар;  $M$  – пул массаси;  $T$  – тузилган шартномаларнинг умумий ҳажми, унда қуйидагиларни қабул қилиш мумкин:  $T=Y$  ( $Y$  – умумий таклиф, яъни ЯИМ ( $Y$ ),  $Y=C+G+I+X$  – макроиктисодий даражада умумий талаб ва умумий таклиф балансини ифодалайдиган асосий тенглик,  $C$  – истеъмол;  $G$  – давлатнинг жорий ҳаражатлари;  $X$  – соф экспорт; тенгликнинг биринчи қисми умумий талабни ифодалайди – ЯИМни пираварди сарфлайдиган унсурлар йиғиндиси);  $V$  – пулнинг айланиш тезлиги;  $P$  – бозор нархи;  $PЭ=ПС$  – реал капитални ишлаб чиқариш соҳаси (ПС) орқали яратувчи реал иқтисодиёт сектори (РЭ); КД – кредит-пул сиёсатида қатнашувчи институтлар; БН – бюджет-солиқ сиёсатида иштирок этувчи институтлар; ПУК – қисқа муддатли капиталлар бозоридаги даромадлар даражаси кўрсаткичи; ПУД – ўрта ва узок муддатли капиталлар бозорларидаги даромадлар даражаси кўрсаткичи; ПУДИ – ўрта ва узок муддатли инвестициялар даражаси кўрсаткичи; ПУКМ – қисқа муддатли пул даражаси кўрсаткичи; IS-LM – иқтисодий фаолликнинг тўлқинсимон ўзгаришини таҳлил қилишга ёрдам берувчи инвестицион жамғармалар ва ликвид пул модели; ишлаб чиқариш функцияси ва истеъмол функциясидан иборат Солоу модели (иқтисодий ўсишни таҳлил қилишга ёрдам беради); РЦБПС – ишлаб чиқариш соҳасига (ПС) ҳизмат кўрсатувчи ўрта ва узок муддатли қимматли қоғозлар бозори; РВЦБ – валюта базисли қисқа муддатли қимматли қоғозлар бозори.



Расм 1.1.4. Бюджет-солиқ ва кредит-пул сиёсатлари асосида иқтисодийнинг реал секторига молия бозори орқали инвестицион ресурслар оқимининг модели.

Келтирилган моделда (1.1.4-чи расм) кўриниб турибдики,  $S = I$  тенглик (мувозанат) бюджет-солиқ (фискал) сиёсати орқали,  $MV = PT$  тенглик эса кредит-пул (монетар) сиёсати асосида амалга оширилади.

Моделдаги  $S \rightarrow I \rightarrow M \rightarrow T \rightarrow S$  цикли асосида уларнинг ўзаро эквивалентлиги намоён бўлади, натижада (1) тенгламининг мақсадга мувофиқ эканлиги аниқ бўлади. Чунки иккала сиёсат ҳам реал иқтисодий секторига ( $P\dot{E}=PC$ ) хизмат қилади, демак уларнинг уйғунликдаги оптимал баланси молия бозори орқали таъминланади. Бунда молия бозорининг асосий мақсади – иқтисодийда капиталнинг эркин оқими ҳамда самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланиши учун етарли ва зарур шароитлар яратишдир.

Ушбу мақсадга эришиш учун қуйидаги шароитлар яратилиши лозим:

- бозор иқтисодий қонунларининг тўлиқ амал қилиши механизмини таъминлаш;
- самарали хусусий мулкчилик тизимини мавжудлиги;
- монетизациялашган реал инвестицион базисга эквивалент молиявий инструментлар (жумладан қимматли қоғозлар) сифатининг юқори кўрсаткичларини (ликвидлилик, жалбдорлиги ва ҳ.к.) таъминланганлиги. Бу кўрсаткичлар рақобатни ривожлантириш ва нархлар бўйича катта бўлмаган курс тафовути ҳисобига эришилади;

- молиявий инструментларнинг эркин савдосини таъминловчи ривожланган савдо тизимларини мавжудлиги;

- инвесторларнинг ҳақ-ҳуқуқлари ҳимоясини юқори даражада таъминловчи бозорнинг самарали тартиблаштирувчи (мувофиқлаштирувчи ва назорат қилувчи) тизимини мавжудлиги;

- молия бозори қатнашчилари томонидан таъминланадиган бозорнинг информацион шаффофлиги (транспарентлиги).

Ушбу шароитларда молия бозори иқтисодийнинг самарали фаолиятини таъминлайди, инвестицияларга муҳтож бўлган иқтисодий субъектларига инвесторларнинг молиявий ресурсларини жамлаб бизнес мақсадига ишлатишга, инвесторларга маблағларини орттиришга, давлатга эса иқтисодий сиёсатини амалга оширишга кўмаклашади. Умуман олганда, молия бозори инвестицияларга муҳтож ва ресурсларга эга бўлган қатнашчиларни бир-бирлари билан учраштириш асосида молиявий активлар алмашинувида кўмаклашадиган механизм сифатида намоён бўлувчи тизим.

Молия бозори бир қатор функцияларни бажаради. Уларни тўрт гуруҳга ажратиш мумкин: макроиқтисодий, умумбозор, маҳсус (ихтисослашган) ва глобаллаштириш (мета, яъни халқаро даражада молиявий глобаллаштириш) функцияларга.

*Макроиқтисодий функцияси* жамғармаларни инвестицияларга самарали трансформациясини таъминлаб беришдан иборат.

*Умумбозор функцияси*, одатда, ҳар бир миллий бозорга мансуб. *Маҳсус функцияси* эса уни бошқа турдаги бозорлардан фарқлайди.

*Умумбозор функциясига* қуйидагилар киради:

- тижоратни ривожлантириш функцияси (бу функция бозор қатнашчиларининг ўзаро рақобат асосида даромад олишини таъминловчи функция);

- нарҳ-навони белгилаш функцияси, яъни бозорда молиявий инструментларнинг бозор нарҳларини (курсларини) шаклланиши ва таъсири жараёнини, уларни бозор конъюнктурасига боғлиқ тарзда узлуксиз ҳаракатини (ўзгаришини) таъминлайди (бозор курслари қанчалик тез шаклланиб барқарорлашса, молия бозорида бу инструментлар шунчалик самара билан жойлаштирилади ва ликвидлилиги таъминланади);

- информация билан таъминлаш функцияси, яъни бозор ўз қатнашчиларига савдо объектлари ва савдо иштирокчилари тўғрисидаги ахборотни шакллантиради ва ҳавола қилади;

- тартиблаштирувчи (мувофиқлаштирувчи ва назорат қилувчи) функция, яъни бозор ўзидаги савдо ва унда иштирок этиш, қатнашчилар ўртасидаги муносабатлар меъёрларини ва низоларни ҳал қилиш тартибларини жорий қилади, устувор йўналишларни аниқлайди, назорат органларини ва тартибларини белгилайди, бозор қатнашчилари томонидан бу меъёр ва тартиб-қоидаларга риоя қилинишини назорат қилади ва ҳ.к.

Молия бозорининг *махсус функцияларига* қуйидагиларни киритиш мумкин:

- молиявий ресурсларни тақсимлаш ва қайта тақсимлаш функцияси. Уни ўз навбатида тўрт кичик функцияга ажратиш мумкин: 1) молиявий ресурсларни тармоқлар ва бозор фаолияти соҳалари (сфералари) ўртасида тақсимлаш ва қайта тақсимлаш; 2) жамғармаларни, айниқса аҳоли жамғармаларини, ноишлаб чиқариш шаклидан ишлаб чиқариш шаклига ўтказиш (трансформациялаш); 3) ноинфляцион асосда давлат бюджетини молиялаштириш, яъни қўшимча пулни муомалага чиқармасдан; 4) пул массасини бошқариш;

- нарҳ ва молиявий рискларни олдини олиш функциясини, ёки ҳосилавий қимматли қоғозларни (фьючерслар, опционлар, своп, форвард ва ҳ.к.) пайдо бўлиши эвазига хеджирлаш.

*Молиявий глобаллаштириш функцияси* қуйидагиларда намоён бўлади:

- молиявий ресурсларни умумжаҳон миқёсида глобаллашган иқтисодиёт доирасида самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланиши;

- миллий молия бозорларини ўзаро интеграциялашуви (уйғунлашуви);

- молия бозорларини интернационаллашуви;

- жаҳон глобаллашуви жараёнлари (барча йўналишларда) ривожини катализатори ва ҳ.к.

Молия бозори вазифаларини *асосий ва қўшимчаларга* ажратиш мумкин. *Асосий вазифалари* унинг бозор муносабатлари тизимидаги аҳамияти ва қулай шароитларни таъминлаши билан ифодаланади (улар юқорида санаб ўтилган).

Молия бозорининг *қўшимча вазифаларига* қуйидагиларни киритиш мумкин:

- эмитентнинг молия оқимларини оптималлаштириш;

- бозор қатнашчиларининг ижобий имиджини шакллантириш;

- эмитентнинг иқтисодий манфаатларини ҳимоялаш;

- бизнесни ривожлантириш ва қўшимча иш жойларини яратиш;

- жаҳон молия тизимида интеграциялаштириш;

- сиёсий ҳуруж, молиявий ва иқтисодий қийинчилик, молиявий репрессия ва валютавий интервенция воситаси сифатида таъсир кўрсатиш;

- инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва мақсад-манфаатларини таъминлаш.

Халқаро мавқега эга бўлган замонавий молия бозори ўзининг асосий роли доирасида (яъни иқтисодиётнинг ҳолати “барометри”) жаҳон глобаллашуви шароитида иқтисодиётда бир-бири билан боғлиқ қуйидаги ролларни ўйнайди:

1. “Иқтисодиётнинг муаммолари даражасини метрикаси, ўлчагичи”, яъни иқтисодиётда омиллар таъсири остида пайдо бўлувчи муаммоларни махсус индикаторлар ёрдамида миқдорини ўлчашга ва

шу асосда масъул давлат органи ҳамда иқтисодиёт субъектлари томонидан сиёсат юритишда тегишли қарорлар қабул қилишга кўмаклашади;

2. “Молиявий ресурсларни бозор конъюктураси асосида иқтисодиёт субъектлари ўртасида тартиблашган тарзда самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишининг коммутатори”. Бунда бозор конъюктураси фискал ва монетар сиёсатлар ёрдамида тартиблаштирилади;

3. “Иқтисодиётда рақобат муҳитини ривожлантириш катализатори” сифатида илмий-техникавий прогресс ва инновацияларни рағбатлантиради;

4. “Бозор қатнашчилари таркибини интернационализатори” сифатида иқтисодий глобаллашувни ривожлантиради;

5. “Молиявий инструментлар ва улар билан боғлиқ операцияларни стандартизатори” сифатида молиявий глобаллашув жараёнини ривожлантиради;

6. “Иқтисодиёт субъектларининг инвестицион фаоллигини стимулятори” сифатида иқтисодиётни ривожлантириш ва иқтисодий ўсишни таъминлаш. Инвестицион фаоллик молия бозорида инвесторларнинг ҳақ-ҳуқуқларини ҳимояланганлик даражаси ва рисклар шароитида молияни самарали бошқарилишга боғлиқ;

7. “Бозор иқтисодиёти шароитидаги стихияли жараёнларни регулятори”. Бундай жараёнлар маълум индикаторлар (кўрсаткичлар) ёрдамида баҳоланиб, уларнинг критик (чегаравий) қийматларини билган ҳолда маълум регулятив воситалар ёрдамида тартиблаштирилади;

8. “Бозор нарҳлари стабилизатори” сифатида бозор савдоси тенденцияларини (динамикасини) барқарорлаштиради, талаб ва таклифни мувозанатлаштиради;

9. “Иқтисодиётни тартиблашган фаолиятини таъминловчи алгоритмик процессор” сифатида барча молиявий муносабатларни бозор қатнашчилари томонидан мақсадли стратегик тарзда амалга оширилишига кўмаклашади;

10. “Активлар секьюризатори” сифатида самарасиз реал активларни қимматли қоғозларга трансформациялаб, уларга янги ҳаёт бағишлайди ва фаол инвестицион жараёнга қайта киритади;

11. “Иқтисодиёт субъектлари информатори” сифатида уларнинг рискларини пасайтиришга (ёки бошқаришга) кўмаклашади;

12. “Инновацион молиявий воситалар (маҳсулотлар ва операциялар) синтезатори” сифатида рақобатбардошлилик ва молиявий ҳавфсизликни таъминлайди;

13. “Молиявий воситаларнинг махсус индустрияси” сифатида бозор қатнашчилари учун молиявий инструментлар билан боғлиқ фаолият бўйича ишлаб чиқариш жараёнини ташкиллаштиради;

14. “Иқтисодиётнинг инвестицион муҳити сифати ва муаммолари даражасини анализатори” (1-чи ва 11-чи роллар билан ҳамоҳанг тарзда);

15. “Бозор қатнашчиларига ўз муаммоларини англашга, баҳолашга ва ҳал қилишга кўмаклашадиган механизм”;

16. “Эквивалент кўзгу” сифатида барча бозор қатнашчиларининг фаолият натижалари сифатини бевосита ва билвосита акс эттиради ҳамда келажакдаги стратегияларини мақсадли қуришга кўмаклашади;

17. “Спекулятив операциялар тотализатори” сифатида бозор қатнашчиларини кутилажак, аммо рискли, манфаалар томон чорлайди. Бунда эмитентлар қимматли қоғозлари сифатини спекулятив инвесторларнинг орзули мақсад-манфаатларини керакли (спекулятив) даражада таъминлашга мажбурлар, акс ҳолда инвесторлардан маҳрум бўладилар. Сабаби, эмитентлар иқтисодий ривожланиш учун янги ва қўшимча инвестицион ресурсларга муҳтож, инвесторлар эса – молия инструментлари бўйича кам (ёки кўп) рискли бозор даромадига интиладилар, чунки, айнан

спекулятив инвесторлар иқтисодиётда инвестицион муҳитни белгилайдилар. Шундай қилиб, молия бозори спекулятив инвесторларнинг азартга кириши муҳитини қиздиради, молиявий инструментларни муомалага чиқарувчиларни эса доимий тарзда молиявий барқарорликка мажбур қилади, инвестицияларга бўлган рақобатли курашини қиздиради, натижада бозор рақобатини муҳитини таъминлайди;

18. “Молия бозори қатнашчиларини бир бутун инфратузилмавий тизимга бирлаштирувчи” сифатида ҳар бир қатнашчини ўз ўрнини, мақсад ва вазифаларини, функцияларини, бир-бири билан боғлиқликдаги тартибли фаолиятини таъминлайди; Молия бозорининг бир бутун тизимлилиги деганда уни бир-бири билан узвий боғланган унсурлардан (қатнашчилардан) иборат мураккаб катта тизим (структуравий-функционал модел) сифатида ташкиллашгани тушунилади (1.2 параграфга қаралсин). Ҳар бир унсур бозорда ўзига ҳос мақсадга ва тегишли фаолият турига эга;

19. “Молиявий маҳсулотлар (инструментлар), ресурслар ва хизматлар гипермаркети” сифатида барча бозор қатнашчиларини уларнинг товарларини объектив нархларда алмашинуви борасида учраштиради ва манфаатларини қондириш учун керакли шароитларни яратади;

20. “Бозор муҳити” сифатида бозорда очик (эркин) иқтисодиёт қонунларининг амал қилинишини, иқтисодиётни монетизациялашувини, капитал айланмаси ва трансформациясини, активлар секьюритизацияси тамойилларини таъминлайди. Бунда ҳар бир мамлакат бозори муҳити ўзининг қувват потенциали миқдори доирасида айтилган родини бажаради;

21. “Молиявий глобллаштирувчи” сифатида юқорида келтирилган роллар асосида миллий иқтисодиётлар бирлашувини таъминлайди, бозор қатнашчиларининг халқаро даражада фаолият чегаралини ва таъсирини кенгайтиради, давлатнинг регулятив родини камайтиради (халқаро регулятив ташкилотлар эвазига), ресурслар оқимини географик кенгайтириб тезлаштиради ва самарадорлигини оширади;

22. “Молиявий инструментларнинг объектив курсларда конвертори” сифатида валюталарни ва қимматли қоғозларни эркин бозор баҳоларида ва ҳажмларида рақобатли алмашинувини таъминлайди.

23. Инвесторларнинг маблағлари учун кучли рақобатли кураш шароитида “Инвестицион лойиҳалар селекциясини ва структуравий (тузилмавий) ислоҳатларни амалга оширувчи механизм” роли (1.1.4 расмдаги моделга қаралсин). Ушбу ролни самарали бажарилиши юқорида келтирилган ролларга ҳамоҳанг бўлиб давлатнинг монетар (асосан фоиз ставкасини ўзгартирилиши) ва фискал сиёсатлари билан боғлиқ иқтисодий ўсиш моделида катта аҳамиятга эга.

Таъкидлаш жоизки, келтирилган роллар фақат очик бозор иқтисодиёти шароитида, ўта ривожланган бизнес ва хусусий мулкчилик тизимида тўлиқ бажарилиши мумкин. Бундай шароит ва тизимга эга бўлмаган мамлакатларнинг бозори юқори даражада ривожланган давлатлар бозорига қарам бўладилар<sup>6</sup>.

Молия бозори, жумладан қимматли қоғозлар бозори, фаолият кўрсатишининг асосий *тамойиллари* куйидагилардан иборат:

- барча потенциал инвесторлар ўз маблағларини фойдали тарзда жойлаштиришлари учун уларга тенг шарт-шароитлар яратиб бериш;
- бозорда тузиладиган битимларнинг ихтиёрийлиги;
- эркин рақобат йўлидаги тўсиқларни бартараф этиш;
- нархларни реал таркиб топадиган талаб ва таклиф асосида белгилаш;
- бозор тўғрисидаги қонун ҳужжатларига унинг барча қатнашчилари томонидан риоя этиши;

<sup>6</sup> Эрнандо де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. Пер. с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.

- биржа ва биржадан ташқари операциялар, котировкалар, эмитентлар-нинг молиявий ҳолати тўғрисидаги ахборот ошкор этилишининг шартлиги;

- ўз фаолиятини қонун ҳужжатларига мувофиқ амалга ошираётган барча инвесторлар ва эмитентлар учун бозордан фойдаланиш мумкинлиги;

- молиявий инструментлар (қимматли қоғозлар) ва уларнинг эмитентларига доир ахборотнинг тўла ошкор этилишини, ошкоралиқни ва бу ахборотдан барча қатнашчилар фойдалана олишини таъминлаш;

- инвесторлар ва эмитентларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш;

- бозорда товламачилик ва бошқа ноқонуний фаолиятни тақиқлаш ҳамда таъқиб қилиш.

Молия ва қимматли қоғозлар бозори фаолият кўрсатишининг асосий тамойилларига риоя этилиши давлатнинг тартибга солишга оид чора-тадбирлари билан бирга фонд биржалари ва бозор қатнашчиларининг бирлашмалари (уюшмалари) ишлаб чиққан қоидаларини уйғунлаштириш асосида таъминланади.

Юқорида айтилганлардан иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозори орасидаги ўзаро боғлиқликни яққол кўриш мумкин. Бу боғлиқлик 1-чи иловада тўлиқ очиб берилган. Молия бозорларининг миллий ва жаҳон иқтисодиётларидаги роли ва функцияларини эса 2-чи иловадаги аналитик маълумотлар мажмуидан кўриш мумкин.

### ***Саволлар***

1. Иқтисодиёт ва бозорнинг мазмуни нимадан иборат?
2. Молия бозорининг мазмуни нимадан иборат?
3. Молия бозорининг қандай сегментларини биласиз?
4. Молия бозорида ресурслар ҳаракати қайси омилларга боғлиқ?
5. Эффе́ктив молия бозори нима учун керак?
6. Молия бозорини қандай атрибутлари бор?
7. Молия бозори қуввати потенциали нима?
8. Молия бозорининг бозор муносабатлари тизимидаги аҳамияти қайси вазифалар билан белгиланади?
9. 1.1.1 расмдаги моделнинг мазмуни нимадан иборат?
10. 1.1.2 расмдари моделнинг мазмуни нимадан иборат?
11. 1.1.3 расмдари моделнинг мазмуни нимадан иборат?
12. 1.1.4 расмдари моделнинг мазмуни нимадан иборат?
13. Молия бозори функциялари нимадан иборат?
14. Молия бозори вазифалари нимадан иборат?
15. Молия бозорининг қандай ролларини биласиз?
16. Молия бозорининг қандай тамойилларини биласиз?

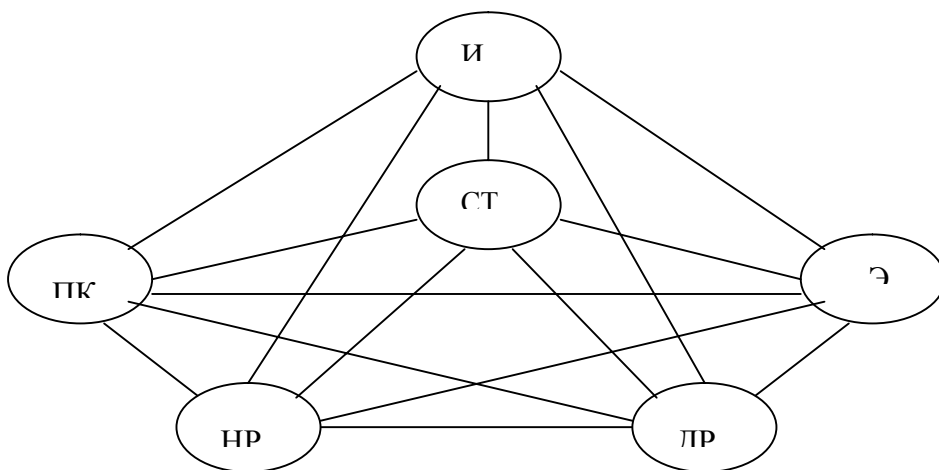
### ***Топшириқлар***

1. Молия бозорини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловалардаги маълумотлар асосида иқтисодиёт ривожини белгилашини тавсифланг.
2. Молия бозори, иқтисодий ўсиш ва инвестицияларнинг ўзаро боғлиқлигини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловалардаги маълумотлар асосида ўрганинг.
3. Терминлар луғатини тузинг.



## 1.2. Молия бозорининг тузилмаси, таркибий қисмлари ва қатнашчилари

Молия бозорининг мазмун-моҳияти ва хусусиятларидан келиб чиқиб, уни 1.2.1-чи расмда кўрсатилган модел ёрдамида ифодалаш мумкин. Ушбу модел олти та бир-бири билан узвий боғланган қуйидаги унсурулардан иборат: эмитент (Э), инвестор (И), профессионал (малакавий) қатнашчи (ПК), савдо тизимлари (СТ), молия бозорини тартиблаштирувчи регуляторлар, яъни давлат регулятори (ДР), нодавлат регуляторлар (НР). Бунда регуляторлар биргаликда молия бозорини мувозанатий тартиблаштириш асосида унинг барқарорлиги ва ҳавфсизлигини таъминлайди. Нодавлат регулятори сифатида одатда ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи нотижорат институтлар тушунилади.



Расм.1.2.1. Молия бозорининг структурвий-функционал модели.

Ушбу моделда молия бозори қатнашчиларининг (унсуруларининг) бир-биридан фарқли мақсадлари, вазифалари ва фаолият хусусиятлари асосида (V – VII ва IX-бобларга қаралсин ) қуйидагиларни ифодалаш мумкин.

1. Унсуруларни шартли равишда тўрт гуруҳга: савдо қатнашчилари, савдони ташкиллаштирувчилар, регуляторлар ва информацион (рейтинг) агентликларга ажратиш мумкин. Биринчи гуруҳга эмитентлар (молиявий инструментларни таклиф қилувчилар, сотувчилар), инвесторлар (молиявий инструментларга ресурсларини йўналтирувчилар, харидорлар), профессионал қатнашчилар (инвестиция институтлари бўлмиш брокерлар, дилерлар, трейдерлар, андеррайтерлар; банклар; суғурта компаниялари; фондлар; холдинглар; молия-саноат гуруҳлари ва ҳ.к.) киради. Иккинчи гуруҳга савдони ташкиллаштирувчи институтлар (биржалар, электрон савдо тизимлари, чакана савдо марказлари, фонд дўконлари, валюта алмаштириш шахобчалари, махсус аукционлар, тармоқланган маркетингли савдо тизими ва ҳ.к.) киради. Учинчи гуруҳга ДР ва НР киради (ҳозирда халқаро регулятив функцияга эга институтларни ҳам назарда тутиш лозим). Тўртинчи гуруҳга молия бозорини таҳлил қилиб, унинг қатнашчилари, молиявий инструментларнинг ва умуман бозорнинг сифат кўрсаткичларини ошкор этиб, реклама қилиб, белгилаб боровчи ахборот ташкилотлари киради. Ушбу гуруҳ институтларини молия бозорининг профессионал қатнашчилари қаторига қўшиш мумкин, лекин улар фаолиятларини юритиш учун молия бозори регуляторидан руҳсат олмайдилар, фақат аккредитацияланадилар.

2. Унсурлар молия бозорида бир-бири билан савдо тизимисиз тўғридан-тўғри ва профессионал қатнашчилар ёрдамида ўзаро муносабатларда бўлиши мумкин. Яъни Э ва И, И ва ПҚ, Э ва ПҚ жуфтликлар бўйича муносабатда бўладилар.

3. Унсурлар молия бозорида фақат савдо тизими орқали ўзаро муносабатларда бўладилар. Яъни, Э, СТ, И; Э, СТ, ПҚ; И, СТ, ПҚ; ПҚ, СТ, ПҚ; учликлари бўйича муносабатларда бўлишлари мумкин. Бунда биринчи ва иккинчи учликлар бирламчи бозор муносабатларини, охириги икки жуфтлик эса иккиламчи (спекулятив) бозор муносабатларини англатади.

4. Унсурлар бешлиги (яъни НР, Э, И, ПҚ, СТ) ўзини ўзи мувофиқлаштириш механизми тизимини англатади.

5. Унсурлар олтилиги (яъни ДР, Э, И, ПҚ, СТ, НР) давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштириш механизми тизимини англатади.

Модел унсурларини (1.2.1-чи расм) бундай гуруҳлаш ва ажратиш молия бозори инфратузилмаси ва индустрияси роли ва функцияларини тизимли англашга, унсурларининг ўзаро боғлиқликдаги, ammo фарқли манфаатларини ҳисобга олган ҳолда, фаолиятини ўрганишга ёрдам беради.

Келтирилган графли модел (1.2.1-чи расм) ва 1.1 бандда (параграфда) берилган моделлар (1.1.1-1.1.4 расмларга қаралсин) молия бозорини математик равишда ифодалаб, турли жиҳатларини (жумладан инфратузилмасини) тизимли таҳлил қилиш, муносабатларни моделлаштириш ва оптималлаштириш ҳамда истиқболларини прогноз қилиш ва илмий асосланган стратегик ривожлантириш чора-тадбирларини ишлаб чиқиш имкониятини беради. Бу эса таъсир этувчи омиллар (ташқи ва ички фундаментал омиллар) шароитида молия бозори орқали иқтисодиётнинг реал сектори ҳолати ва тенденцияларини таҳлили ҳамда прогнозига ёрдам беради. Айтиш жоизки, келтирилган моделлар омиллар таъсирида ҳосил бўладиган молия бозори муаммоларини ва омиллар таъсирини миқдорий таҳлил қилиш имконини беради.

### **Саволлар**

1. Молия бозори қандай тузилишга эга?
2. 1.2.1 рамдаги моделда молия бозори унсурларини (қатнашчиларини) қандай ифодалаш мумкин?
3. Молия бозори инфратузилмаси ва унинг таркибий қисмлари (функционал ва институционал) 1.2.1 расмдаги модел асосида қандай ифодаланади?

### **Топшириқлар**

1. Молия бозори тузилмавий моделини тушунтиринг.
2. Функционал ва институционал тузилмаларини тушунтиринг.
3. Терминлар бўйича луғат тузинг.

## **1.3. Молия бозори таснифи ва турлари тавсифи**

Замонавий молия бозори кўп қирралилиги билан иқтисодиётда алоҳида ўринга эга. Қирраларини идрок этиш учун уни таснифлаш катта аҳамиятга эга. Чунки таснифлаш у ҳақдаги тушунчаларни ўзаро боғлиқлигини, унинг ҳоссалари ва хусусиятларини, уни ташкилий асосларини, ундаги жараёнлар ва қонуниятларни иқтисодиёт билан боғлиқлигини чуқурроқ очиб беришга ва тушунишга хизмат қилади.

Ушбу бобнинг 1.1 ва 1.2 параграфларида айтилганлардан келиб чиққан ҳолда молия бозорини қуйидаги белгилар асосида таснифлаш ва тавсифлаш мумкин.

1. Таркиби бўйича (1.1.3-расмга қаралсин):

- ҚМАБ – қисқа муддатли (1 йилгача) монетизациялашган молиявий активлар (қимматли қоғозлардан ташқари) бозори;
- УМАБ – ўрта (1-5 йилгача) ва узоқ (5 йилдан ортиқ, одатда 30 йилгача) муддатли монетизациялашган молиявий активлар бозори;
- ҚМҚБ – ҚМАБга мос қисқа муддатли қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори;
- УМҚБ – УМАБга мос ўрта ва узоқ муддатли қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори;
- ББ – қимматли қоғозларнинг биржа бозори.

Таъкидлаш жоизки, молия бозорининг ҚМАБ ва УМАБ қисмларида молия институтларига оид пул, валюта, кредит воситалари ва суғурта инструментлар муомалада бўлади.

## 2. Сегментлари бўйича:

- пул-кредит (банк ва бошқа кредит, лизинг ташкилотлари капиталлари) бозори;
- қимматли қоғозлар (фонд, капиталлар) бозори;
- валюта ва унга тенглаштирилган авуарлар (қимматбаҳо металллар, камёб элементлар, санъат асарлари ва ҳ.к.) бозори;
- суғурта ва пенсия фондлари бозори, лотерея ўйинлари инструментлари.

## 3. Муддатлилиги бўйича:

- қисқа муддатли операциялар бозори (1 йилгача);
- ўрта муддатли операциялар (1 йилдан 5 йилгача);
- узоқ муддатли операциялар (5 йилдан ортиқ, одатда то 30 йилгача).

## 4. Молиявий инструментларнинг эмитентлари бўйича:

- давлатнинг (Марказий банк, молия вазирлиги, ғазна кабилар) молиявий инструментлари бозори;
- маҳаллий ҳокимият органларининг (муниципалитет, мэрия, ҳокимият) молиявий инструментлари;
- корпоратив молиявий инструментлар (компаниялар, фирмаларники);
- молия институтларининг (банклар, суғурта ва кредит ташкилотлари, инвестиция институтлари, фондлар) молиявий инструментлари;
- лотерея ўйинлари инструментлари (булар молиявий инструментлар бўлиб, қимматли қоғозлар ҳисобланмайди).

## 5. Тартиблаштириш (мувофиқлаштириш ва назорат қилиш) усули бўйича:

- тартиблашган бозор;
- тартиблашмаган (ёки “кўча”) бозор.

Таъкидлаш жоизки, уларнинг ҳар бирида ҳам барча операциялар қонуний тарзда регламентлаштирилган ва меъёрлаштирилган бўлади.

## 6. Қатнашчиларнинг манфаатларини таъминланганлиги характери бўйича:

- эмитентларнинг манфаатларига йўналтирилган бозор;
- инвесторлар манфаатларига йўналтирилган бозор;
- профессионал институтлар манфаатларига йўналтирилган бозор.

## 7. Молиявий инструментларни етказиш характери бўйича:

- спот (кассавий) бозори, унда ҳаридор ва сотувчи ўртасидаги ўзаро ҳисоб-китоб 1-3 кун ичида тўғридан тўғри (яъни “тўлов асосида етказиш” тамойили асосида) амалга оширилади;
- муддатли бозор, унда ҳисоб-китоб операцияси шартномада (одатда, деривативларнинг параметрлари бўйича) белгиланган муддатда бажарилади.

## 8. Масштаби бўйича:

- миллий бозор (мамлакат ичида фаолият кўрсативчи);
- регионал (худудий, территориал) бозор (масалан, евробозор, ЕврАзЭС бозори);
- молиявий глобаллашган жаҳон (халқаро) бозори.

#### 9. Товар хусусияти бўйича:

- пул ва пул асосли инструментлар (валютлар, СДР<sup>7</sup>, ссуда, кредит, банк карточкалари, лотереялар ва ҳ.к.) бозори;
- суғурта инструментлари (полислар) бозори;
- базавий қимматли қоғозлар (акция ва облигациялар, сертификатлар ва ҳ.к.), яъни улуш ва қарз муносабатларига асосланган қоғозлар, бозори;
- қимматли қоғозларнинг ҳосилалари (деривативлар: опцион, фьючерс, своп, форвард, депозитар тилхатлар, депозитар акциялар) бозори.

#### 10. Инфратузилма бўйича:

- функционал тузилмаси, бозорни (сегментлари, турларини) ўз функцияларини бажариши;
- институционал (операцион) тузилмаси, бозор қатнашчиларининг фаолият турларини амалга ошириши.

11. Молия бозорининг энг катта сегменти бўлган қимматли қоғозлар бозорини юқоридаги белгиларга қўшимча тарзда қуйидагича таснифлаш мумкин.

##### 11.1. Тури бўйича:

- бирламчи бозор, унда, одатда, бир йил ичида эмиссия қилинган қоғозлар эмитент томонидан тўғридан тўғри ёки воситачи ёрдамида биринчи инвесторлар ўртасида белгиланган тартибда ва шартларда жойлаштирилади;
- иккиламчи (спекулятив) бозор, унда қоғозлар чекланмаган муддат ичида инвесторлар ўртасида чекланмаган маротаба бозор конъюнктурасига боғлиқ ҳолда қайта-қайта олди-сотиси амалга оширилади.

##### 11.2. Қатнашиш ҳуқуқини чекланганлиги бўйича:

- олдиндан белгиланган қатнашчилар ва (ёки) қимматли қоғозларга руҳсат берилган бозор;
- очик бозор, унда қатнашчилар иштирокига ва қимматли қоғозлар турларига ҳеч қандай чеклашлар қўйилмайди.

##### 11.3. Ҳизмат кўрсатиш хусусияти бўйича:

- ҚМАБга хизмат кўрсатувчи қимматли қоғозлар бозори;
- УМАБга хизмат кўрсатувчи қимматли қоғозлар бозори.

##### 11.4. Давомийлиги бўйича:

- маълум бир даврларда чакириладиган бозорлар (*call markets*);
- узлуксиз фаолият кўрсатувчи бозорлар (*continuous markets*).

##### 11.5. Категорияси бўйича:

<sup>7</sup> СДР (Special Drawing Rights – қарз олишнинг махсус ҳуқуқи) стандарти – замонавий валюта тизими базаси ва валютавий приоритет асоси. Аввал СДР курси АҚШ долларига тенглаштирилган расмий олтин таъминоги билан белгиланган, кейинчалик эса, аввал 16 валютадан иборат «валюта савати» бўйича, 1990-йиллар охирига келиб – бешта базавий валюта (АҚШ доллари, фунт стерлинг, швейцария франки, йен, евро) бўйича белгиланган. 1999 йилдан бошлаб СДР курси қуйидагича белгилана бошланган: АҚШ доллари – 39%, йена – 18%, евро – 32%, фунт стерлинг – 11%. СДР Халқаро тўлов бирлиги ҳақиқий жаҳон валютаси (пули) сифатида шакллана олмади. Бунга қуйидагилар билан боғлиқ муаммолар ҳалақит берди: уни эмиссияси, тақсимлаш ва таъминлаш, курсини белгилаш методи ва қўлланилиши соҳалари. ЕЭС ва Япония мамлакатларининг валютавий-иқтисодий позицияларини мустаҳкамланиши аста секин СДР стандартидан кўп валюта стандартига (базавий валюталар асосида) ўтишга олиб келди. Умуман олганда, олтинни демонополизацияси ниҳоясига етказилди (яъни, олтинни молиявий актив сифатидан товар сифатига айлантирилиши муносабати билан олтин пул функциясини йўқота бошлади), бу эса олтин бўйича белгиланган нархни бекор қилиниши билан ифодаланди ва унга биржа савдоларида сузувчан курсни киритилишига ҳамда валютавий приоритетларни бекор қилинишига олиб келди.

- учинчи бозор (*third market*), унда биржа листингига кирилган қимматли қоғозлар белгиланмаган вақтда биржада ёки биржадан ташқари савдода олди-сотти қилинади;

- тўртинчи бозор (*fourth market*), унда институционал инвесторлар қимматли қоғозларни биржасиз ва воситачиларсиз ўзаро тўғридан тўғри савдосини амалга оширадилар. АҚШда бундай бозор компьютерлаштирилган, масалан, *POSIT* и *Crossing Network* савдо тизимлари ёрдамида.

11.6. Савдо мақсадлари бўйича:

- «Буқалар» бозори, унда воситачилар қимматли қоғозлар курсини биржада рухсат этилган доирада оширилиши ҳисобига спекулятив ўйинни амалга оширадилар;

- «Айиқлар» бозори, унда воситачилар қимматли қоғозлар курсини биржада рухсат этилган доирада пасайтириш ҳисобига спекулятив ўйинни амалга оширадилар;

- «Қуёнлар» бозори («Кўча бозори» ҳам деб юритилади), унда юкори рискли биржа листингига киритилмаган қимматли қоғозлар билан боғлиқ биржадан ташқари операциялар бажарилади.

11.7. Қимматли қоғозлар бозори қимматли қоғозларнинг ҳар бир тури бўйича ҳам алоҳида таснифланиши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, ушбу тасниф шартлидир, ниҳоясига етмаган, чунки молия бозорининг узлуксиз ривожланиши муносабати билан бу тасниф тўлдирилади ва такомиллаштирилади.

#### ***Саволлар***

1. Молия бозорини таснифлаш нима учун зарур?

2. Молия бозорини қайси белгилар бўйича таснифлаш мумкин?

#### ***Топшириқлар***

1. Таснифлаш белгиларини кенгроқ талқин қилинг.

2. Терминлар луғатини туздинг.

### **1.4. Молия бозорига ҳос воқеликлар ривожини шакллантирувчи омиллар**

#### ***Назарий чекланиш***

Молия бозорини ўрганишда кўпинча «омиллар ва воқеликлар» деган сўзларга дуч келамиз. Уларнинг мазмунини ва ўзаро боғлиқлигини сабаб ва оқибат категорияси (тоифаси) асосида кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ.

Умуман олганда, омил – бу ҳар қандай ўлчамли ва ўлчамсиз воқеликни (жараённи, оқибатни, натижани) келтириб чиқарувчи (намоён қилувчи, шакллантирувчи) сабабдир. Одатда сабаблар мажмуа (комплекс) тарзда бир-бири билан боғлиқликда ёки (ва) алоҳида пайдо бўлади ва тарқалади (таъсир кўрсатади), маълум бир оқибатни ривожланишини шакллантиради.

Ҳар қандай омил таъсирини ўлчаш учун уни тарқалиш кучи натижасида ҳосил бўлган воқеликнинг сифат ёки миқдорий кўрсаткичлари (параметрлари, индикаторлари) тенденциясини баҳолаш кифоя. Шу йўсинда ҳар қандай кўрсаткич омил (омиллар) ва воқеликни (воқеликларни) ўзаро функционал боғлайдиган математик модел (восита) сифатида намоён бўлади. Кўрсаткичлар ҳар қандай математик шакл ва усулда ифодаланиши мумкин.

Сабаб ва оқибат категорияси нуқтаи назаридан ҳар қандай омил ва унинг таъсири маҳсули бўлган воқелик муайян вақт ичида ўзаро боғлиқликда бўлади. Ушбу вақт ўтиши билан аввалги воқелик келажакда қандайдир янги омил манбасига сабабий асос бўлиши мумкин, яъни омил ва воқелик ўртасида даврий алмашинув жараёни мавжуд. Бошқача қилиб айтганда, омил ва воқеликнинг даврий муддатда бир-бирини келтириб чиқариш хусусияти мавжуд бўлиши мумкин.

Омил ва воқеликни ўлчаш (таҳлил қилиш) учун тизимли ёндашув қўлланилади. Бундай ёндашувга турли омиллар таъсирини комплекс баҳолаш, уларни ўрганишга мақсадли ёндашув хосдир.

Омилларни билиш, уларни воқеликларга таъсирини танланган кўрсаткичлар орқали баҳолашни амалга ошира олиш, бундай кўрсаткичлар даражасига (миқдорига) омилларни бошқариш орқали таъсир кўрсатиш ва шу йўсинда тегишли қарор қабул қилиш механизмини топиш имконини беради. Айтиш мумкинки, омиллар – бу танлаб олинган (ҳисоблаб топилган) кўрсаткичларга таъсир этувчи унсурлар, сабаблар. Шу нуқтаи назардан иқтисодий омилларни, иқтисодий категория сингари, акс этувчи иқтисодий кўрсаткичлар объектив характерга эга. Омилларни воқеликларга ёки кўрсаткичларга таъсири нуқтаи назардан омилларни бирламчи, иккиламчи ва бошқа даражага ажратиш мумкин.

“Кўрсаткич” ва “Омил” тушунчаларини фарқи шартлидир, чунки ҳар бир кўрсаткич бошқа бир ундан юқори даражадаги кўрсаткичнинг омили сифатида кўрилиши мумкин ёки аксинча. Омил ва воқелик (объект деб олинса) ўртасидаги боғлиқликни ифодалаш мумкин, агарда омил таъсири остидаги объект ҳосасини синтетик тарзда олинган (топилган) кўрсаткич ёрдамида акс этишини ҳисобга олсак, унда ушбу кўрсаткич шартли равишда омил кучи ва характерини адекват ифодалайди деб қабул қилиш мумкин.

Шу йўсинда молия бозорини объект деб олиб, унга таъсир этувчи омилларни бозор кўрсаткичлари орқали ифодалаш мумкинлиги аён бўлади. Бунда объектни факторли тизим деб қабул қилиш мумкин.

Факторли тизимни математик моделлаштириш омилларни (факторли тизим унсурлари сифатида қабул қилиб) ажратиб олишнинг қуйидаги иқтисодий мезонларига (критерийларига) асосланади: сабабийлик, етарли ҳусусиятлилик, алоҳида тарзда мавжудлилик, ҳисобга олиш ва миқдорий ўлчаш мумкинлиги.

### ***Омиллар таснифи***

Омилларни қуйидагича таснифлаш мумкин.

1) Умумий ва маҳсус (иқтисослаган) омиллар. Умумий омиллар бир неча кўрсаткичларга таъсир кўрсатади, иқтисослаган омиллар эса маҳсус тарзда конкрет бир кўрсаткичга таъсир этади. Кўпчилик омилларни умумлаштирилишини алоҳида кўрсаткичларнинг ўзаро боғлиқлиги ва таъсири негизида тушунтириш мумкин.

2) Объектив ва субъектив омиллар. Субъектив омиллар (шахслар фаолияти билан боғлиқ) сифатида кўрсаткичга таъсир этиш мақсадида ишлаб чиқиладиган маълум бир ташкилий-техник чора-тадбирлар тушунилади. Объектив омиллар сифатида объектга систематик (доимо) таъсир этувчи турли объектив сабаблар (сиёсий, иқтисодий, табиий, ижтимоий) тушунилади. Улар объектга (унинг кўрсаткичларига) макродаражада ва глобал (планетар, регионал) даражада таъсир этади.

3) Табиий ва сунъий омиллар. Табиий омиллар – бу табиий равишда пайдо бўлувчи ва факторли тизимда доимий мавжуд, сурункасига таъсир этувчи омиллар. Уларга, масалан, табиий, иқтисодий ва ижтимоий қонунларни, табиий офатларни киритиш мумкин. Сунъий омиллар – бу факторли тизимда эпизодик тарзда мавжуд бўлувчи ва мақсадли-субъектив равишда ҳосил қилинувчи омиллар. Уларга, масалан, давлатнинг регулятив сиёсати ва менежмент таъсирларини киритиш мумкин.

4) Бошқарилмас ва бошқарилувчи омиллар. Бошқарилмас омиллар – бу объект ва субъектга боғлиқ бўлмаган ва прогноз қилиниши қийин бўлган форс-мажор омиллар. Бошқарилувчи омиллар

– бу субъектлар томонидан таҳлил асосида прогноз қилинувчи ва бошқарилиши мумкин бўлган омиллар.

5) Ташқи ва ички фундаментал омиллар. Ташқи омиллар – бу бирор бир мамлакат ёки субъектга нисбатан ташқаридан доимий ёки даврий таъсир этувчи омиллар. Уларга, масалан, қуйидагиларни киритиш мумкин: жаҳон миқёсидаги узун иқтисодий цикллар, ҳом ашёнинг стратегик турларига бўлган нархларнинг ўрта муддатдаги сакрашлари, халқаро низолар (жумладан терроризм, урушлар), кризис ҳолатидаги йирик халқаро бозорлар, ривожланиб ва такомиллашиб бораётган жаҳон глобаллашуви талаблари, идрок қилинмайдиган табиий офатлар (катаклизмлар).

Ички омиллар – бу бирор бир мамлакат ёки субъект (регион) доирасида доимий ёки даврий таъсир этувчи омиллар. Уларга, масалан, қуйидагиларни киритиш мумкин: мулкчилик тизими тузилмаси, жамиятнинг сиёсий ва ижтимоий-иқтисодий ривожланиш модели, традицион бойликлар (кадр-қиймат, менталитет, урф-одат), иқтисодиётнинг молиявий ва тармоқий тузилмаси (монетизация даражаси, давлат томонидан ички молиявий ресурсларни сарфланиши, инфляция, хусусийлаштириш сиёсати, антимонопол, бюджет-солик, монетар сиёсатлар, бозор инфратузилмаси модели ва ҳ.к.).

Алоҳида ҳўжалик субъекти доирасидаги омилларга қуйидагиларни киритиш мумкин: менеджмент, компания традициялари, бозор сегментига ориентацияланиши, корпоратив, иқтисодий, молиявий, ишлаб чиқариш, меҳнат ва ижтимоий ҳимоя сиёсатлари, психологик муҳит, корпоратив маданият ва ҳ.к. Буларнинг барчасида ҳизматчи ва ишчилар, ҳамда шахс омили катта аҳамиятга эга.

Молия бозори қуввати потенциалига (1.1, 3.1, 3.3 параграфларга қаралсин) умуман олганда юқорида кўрсатилган барча омиллар таъсир кўрсатади. Буларнинг ҳаммасини бараварига ҳисобга олиш мураккаб масала ҳисобланади. Молия бозори эмиссион, инвестицион, функционал ва операцион қувват потенциални акс эттиргани учун уларнинг ичидан ички фундаментал бўлган доминантларини танлаб олиш мақсадга мувофиқ. Уларнинг асосийлари қуйидагилар: молиявий; сиёсий ва ташкилий-ҳуқуқий; ижтимоий; иқтисодий; инвестицион риск ва инвестицион фаоллик ва ҳ.к. омиллар.

Умуман олганда, санаб ўтилган барча омиллар молия бозорига ҳос воқеликлар ривожини шакллантиради.

### ***Саволлар***

1. Омилнинг мазмуни нимадан иборат?
2. Воқеликнинг мазмуни нимадан иборат?
3. Сабаб ва оқибат категорияси негизида омил ва воқеликни ўзаро боғлиқлиги қандай намоён бўлади?
4. Омилларнинг қандай турларини биласиз?
5. Омиллар таъсири қандай ўлчанади?

### ***Топшириқлар***

1. Омил ва воқеликнинг ўзаро трансформациясини тушунтиринг.
2. Омилларни 1-чи ва 2-чи иловалардаги маълумотлар асосида аниқланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

## **1.5. Молия бозорида амалга ошириладиган битим ва операциялар мазмуни ва турлари**

Молия бозорида барча ҳатти-ҳаракатлар меъёрланган битим (шартнома) ва улар негизидаги операциялар билан белгиланади.

- Молиявий битим – одатда икки тарафнинг молиявий инструмент бўйича мулккий ҳуқуқни ўтиши ёки молиявий хизмат кўрсатиш тўғрисидаги ихтиёрий келишуви бўлиб, ўзида

тарафларнинг келишилган предмет (матлаб) бўйича ҳуқуқлари, мажбуриятлари, жавобгарликлари, ўзаро ҳисоб-китоб шартлари, бажариш муддатлари ва бошқа қўшимча шартларни ифодалидиган юридик ҳужжат.

- Молиявий битим предмети доирасида қуйидаги операцияларни амалга ошириш учун асос бўлиши мумкин: сотиш ва сотиб олиш, мулкка эгаллик ҳуқуқини бериш, ҳизмат кўрсатиш ва ҳ.к.
- Шартнома бўйича молиявий инструмент билан боғлиқ операция ёки ҳизмат – бу тарафларнинг келишуви асосида белгиланган тартибда бажарадиган ҳатти-ҳаракатлари кетма-кетлиги мажмуаси.
- Битимни қуйидаги жиҳатлар (аспектлар) нуқтаи назаридан кўриш мумкин: ташкилий-техник, иқтисодий, ҳуқуқий ва ижтимоий-этик.
- Ташкилий-техник аспект тарафларнинг шартнома (контракт, битим) тузиш ва уни бажариш учун зарур бўлган ҳатти-ҳаракатлар тартиби ва тизимини қамрайди. Ушбу аспект доирасида юридик ҳужжат – шартнома (контракт, битим) шаклида тузилади. Бунда шартнома документар ёки электрон шаклларда тузилиши мумкин.
- Иқтисодий аспектда шартнома маълум иқтисодий мақсадга эришишга йўналтирилади, унинг доирасида шартнома предмети ва объекти белгиланади ҳамда ўзаро ҳисоб-китоб тартиби аниқланади.
- Ҳуқуқий аспектда шартнома бўйича тарафлар томонидан амалга ошириладиган ҳуқуқ ва мажбуриятлар, низолар натижасидаги мулкӣ жавобгарлик белгиланади.
- Ижтимоий-этик аспектда шартнома объектига нисбатан тарафларнинг ишонч даражаси аниқланади. Умуман, ижтимоий-этик аспект шартномага нисбатан жамоатчилик фикрини акс этади, шунинг учун тарафлардан шартнома тузиш ва уни бажариш чоғида маълум этик меъёр ва тартибларга риоя қилишни талаб этади.
- Шартномада қуйидагилар бўлиши лозим:
  - - шартноманинг номи, номери, санаси, тузилиш жойи;
  - - шартнома тарафларининг номи, уни тузишга масъул шахслар ва асос;
  - - шартнома предмети ва объекти;
  - - иқтисодий параметрлар (объект сони, ҳажми, нарҳи ва бошқа кўрсаткичлари);
  - - шартномани бажариш муддати, ўзаро ҳисоб-китоб шарти, муддати ва шакли;
  - - тарафларнинг ҳуқуқ ва мажбуриятлари, шартномани бажармаслик ёки белгиланганидек бажарилмаслиги учун жавобгарлик;
  - - алоҳида ва қўшимча шартлар;
  - - тарафларнинг юридик адреслари, реквизитлари ва муҳрлари билан тасдиқланган имзолари.
- Шартнома юридик тасдиқ ёки ҳулосага эга бўлиши шарт. Маълум ҳолатларда нотариал тасдиқланиши мумкин.
- Ўзаро шартномалар тўғридан-тўғри ёки воситачи орқали тузилиши мумкин.
- Шартномаларда қуйидаги операциялар назарда тутилиши мумкин: биржавий, нобиржавий, улгуржи, чакана, йирик, майда, ички, ташқи, кассавий, муддатли, тўлиқ, бўлинган, мартта кўпайтирилган, оддий, мураккаб, тезкор, муддати чўзилган, узоқ муддатли, боғлиқ, бир маротабалик, қарама-қарши, тўғридан-тўғри, тесқари, ёрдамчи ва ҳ.к.<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга I.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-728 с.; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-847 с.; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Секьюриметрия.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.;



- Шартномалар фаолият (хизмат) турлари, мақсадлари, молиявий инструментлар бўйича фарқланиши мумкин.
- Ҳар бир операция қонунчиликда белгиланган тартибда, муддатда, ҳажмда ва нарҳда бажариладиган мақсадли ҳатти-ҳаракатларнинг маълум кетма-кетлиги (меъёрланган алгоритми) тўпламидан иборат бўлади.
- Операцияни бажариш алгоритми – бу мақсадга эришиш борасидаги тартибли ҳатти-ҳаракатларнинг кетма-кетлиги.
- Шартномани бажариш алгоритми – бу шартноманинг мақсадига эришиш бўйича тарафларнинг бажарадиган операцияларининг меъёрланган тартиби.

#### ***Саволлар***

1. Битим ва операция тушунчаларининг мазмуни нима?
2. Шартноманинг қайси жиҳатларини биласиз?
3. Шартнома қандай қисмлардан иборат?

#### ***Топшириқлар***

1. Шартнома лойиҳасини тузинг.
2. Битимнинг юридик конструкциясини ифодаланг.
3. Битимнинг иқтисодий мазмунини тушунтириг.
4. Терминлар луғатини тузинг.

### **1.6. Молия бозорининг иқтисодий модели**

Ушбу бобнинг 1.1 параграфида айтилганлардан келиб чиқиб, молия бозорининг иқтисодий моделини ифодалаш мумкин. Ушбу модел математик шаклда экзоген (кирувчи) ва эндоген (чикувчи) ўзгарувчилар (параметрлар) боғлиқлигини, яъни экзоген параметрларнинг (А) эндоген параметрларга (В) таъсирини, ифодалайди

Молия бозори конъюнктураси молия инструментлари бўйича талаб ва таклифдан шаклланади.

Молия инструментиға (МИ) талаб  $Q^d$  унинг бозор нарҳи (курси)  $P_a$  ва жамғармалар ҳажмиға  $S$  ҳамда инфляцияни ҳисобға олувчи даромад ставкасиға  $r$  боғлиқ, яъни

$$Q^d = D(P_a, S, r) \quad (1.6.1)$$

Таклиф эса  $Q^s$  молия инструментининг бозор нарҳи  $P_a$  ва даромад ставкасиға  $r$  ҳамда талаб қилинадиган инвестиция ҳажмиға  $I$  боғлиқ, яъни

$$Q^s = S(P_a, I, r) \quad (1.6.2)$$

Бунда  $P_a$  икки омил билан белгиланади: талаб ва таклиф нисбати; МИ бўйича капитализацияланган даромад ҳажми. Ўз навбатида, даромад ставкаси  $r$  қуйидагиларға боғлиқ: даромаднинг реал ставкаси  $R$  ва инфляция даражаси; даромад ҳисобланадиган муддатлар сони  $n$ .

Бозор нарҳи (курси)  $P_a$  талаб ва таклиф мувозанати сари ўзгаради, яъни:

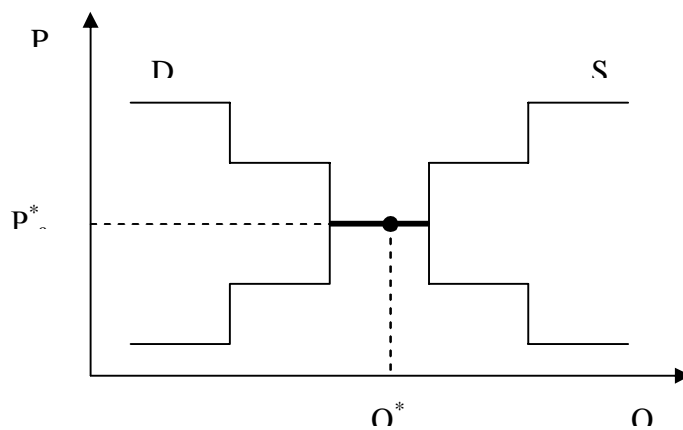
$$Q^s = Q^d \quad (1.6.3)$$

Шундай қилиб, (1), (2), (3) тенгламалар молия бозорининг иқтисодий моделини ташкил қилади. Уларда  $r$  ва  $S$  - экзоген параметрлар (А),  $P_a$ ,  $I$  (МИ сотиш эвазига жалб қилинган инвестициялар  $Q$ ) - эндоген параметрлар (В). Ушбу параметрларнинг ўзаро боғлиқлигини (уларнинг қийматини аввалдан маълум деб олиб) 1.6.1-чи расмда кўрсатилганидек талаб ва таклифнинг мувозанат модели ёрдамида ифодалаш мумкин. Бу модел ёрдамида  $S, I$  ёки  $r$  ларнинг ўзгариши молия бозорига қандай таъсир кўрматишини кўриш мумкин. Масалан,  $S$  ошиши билан  $Q^d$  ўсади,  $r$  ошиши билан эса  $Q^s$  камаяди, бу ҳолда нархнинг мувозанат қиймати  $P_a^*$  ортади, МИ миқдорининг мувозанат қиймати эса  $Q^*$  камаяди.

Графикда талабни ифодалайдиган зинасимон чизик молия инструментига бўлган талаб ва унинг нархи  $P_a$  ўртасидаги нисбатни акс этади. Таклифни ифодалайдиган зинасимон чизик таклиф қилинадиган молия инструменти ва унинг нархи  $P_a$  ўртасидаги нисбатни акс этади.

Графикда ҳар иккала чизикнинг кесилиш нуктаси бозордаги нархнинг мувозанат ҳолатни кўрсатади, яъни таклиф қилинган молия инструментлари талабга мос келади.

Айтиш жоизки, шунга ўхшаш модел У.Шарп<sup>9</sup> томонидан ҳам ифодаланган.



Расм.1.6.1. Талаб ва таклифнинг мувозанат модели

Бошқариш тизимлари назариясига асосан<sup>10</sup> В и А нисбатини молия бозорининг ўтказиш функцияси сифатида ифодалаш мумкин, яъни:

$$W(Q^d, Q^s) = \{B(P_a, Q)\} / \{A(r, S)\} \quad (1.6.4)$$

Ушбу ифода (5) инвестициялар ва молия бозоридаги тебранишлар ўртасидаги боғлиқликни тушунтиради, молиявий инструментларга инвестицияларни йўналтириш тўғрисида қарор қабул қилиш имконини беради.  $W(Q^d, Q^s)$  кўрсаткичи қиймати молия бозорининг жалбдорлигини ҳам ифодалайди. Масалан,  $W(Q^d, Q^s)$ нинг камайиши инвестицияларнинг қисқаришига ҳамда  $Q^d$ ни пасайишига олиб келади.

Бундан ташқари,  $W(Q^d, Q^s)$  назарияси молия бозоридаги тебранишлар маҳсулот ишлаб чиқариш ва бандликнинг тебранишлари билан ўзаро яқин боғланган деб қабул қилишга асос бўла олади.

Агар  $W(Q^d, Q^s)$  ва  $A(r, S)$  ўзгарувчиларнинг қийматлари маълум бўлса,  $B(P_a, Q)$  ўзгарувчини молия бозорининг иқтисодий модели бўйича натижавий функция деб қабул қилиш мумкин. Бу

<sup>9</sup> Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-сс.95-114.

<sup>10</sup> Берталанфи Л. Общая теория систем-обзор проблем и результатов.-«Системные исследования».Ежегодник. М.: Наука, 1969; Современная теория систем управления/Под ред. К.Т.Леондеса.-М.: Наука, 1970.-512 с.; Александров А.Г. Оптимальные и адаптивные системы.-М.: Высшая школа, 1989.-263 с.; Шохаззамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.; Шохаззамий Ш.Ш. Концептуальный подход к системному исследованию и развитию рынков: финансов и ценных бумаг.//Общественные науки в Узбекистане, 2005, №1-2.

функция молия бозорининг иқтисодиётдаги ролини на фақат “барометр” сифатида, балки молиявий ресурсларни рақобат ва конъюнктура (талаб ва таклиф) таъсири асосида тақсимланиши ва қайта тақсимланиши жараёнларининг регулятори сифатида ҳам ифодалайди.

Айтиш жоизки, келтирилган назарий ҳулосалар ва қонуниятлар Дж.Тобин<sup>11</sup> назарияси билан ҳамоҳангдир.

### ***Саволлар***

1. Қимматли қоғозлар бўйича талаб ва таклиф нима?
2. Талаб ва таклифни мувозанати нима?
3. Ўтказиш функцияси нима?

### ***Топшириқлар***

1. Қимматли қоғозлар таклифини таҳлил қилинг.
2. Талабни таҳлил қилинг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

## **1.7. Молия бозорининг мувозанат ҳолатини ифодаловчи тузилмавий-функционал моделлари**

Маълумки, барча мамлакатларда молия бозорининг фаолияти тартиблаштирилади (мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади).

Шу муносабат билан, уни тартиблаштиришнинг концептуал-тузилмавий моделини математик нуқтаи назардан формаллаштирилган тарзда кўриб чиқамиз. Бундан мақсад – молия бозорининг тартиблаштири-лиши қонуниятларини тўғри тушунишдир.

Ушбу бобнинг олдинги параграфларида келтирилган молия бозорига оид тушунча, хоссалар, қонуниятлар ва ҳулосалар асосида, уни мувозанат-лашувчи (тартиблаштирилувчи) квазианалог модел сифатида ифодалаш мумкин. Бу моделнинг фаолияти математик кўринишда формаллаштирилиши мумкин, яъни у мазмунан кўйидаги умумий кўринишдаги математик тенгламалар ечимига келтирилиши мумкин:

$$AX - F = \varepsilon \quad (1.7.1)$$

кўринишидаги алгебраик тенгламалар системасига (тенгламада  $\varepsilon$  минимум қийматга интилтирилади) ёки

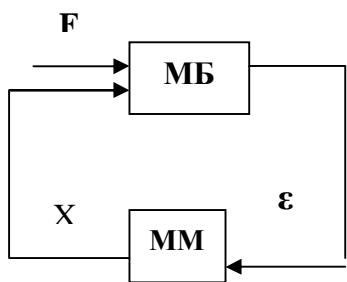
$$\Omega(dx/d\omega) + A(x)X = F(\omega), x(0) = x_0 \quad (1.7.2)$$

кўринишидаги оддий дифференциал тенгламалар системасига (Коши масаласи).

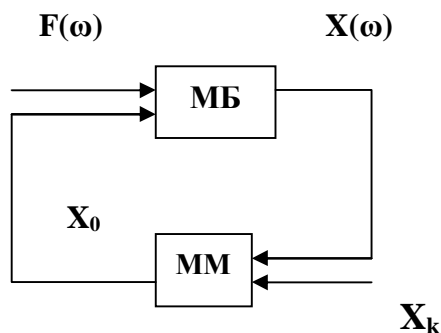
Тенглама (1.7.1) асосида молия бозорининг мувозанат ҳолатига эришиш модели 1.7.1-чи расмда кўрсатилганидек ташкиллаштирилади. Бунда тенгламанинг математик ечими (илдизи) молия бозорининг мувозанат ҳолатини англатади, яъни илдизни топиш учун танлаб олинган математик метод моделда молия бозорини мувозанатлаштириш механизми фаолиятини белгилайди. Моделда: МБ – молия бозори, ММ – мувозанатлаштирувчи механизм, F – таъсир этувчи омиллар, X – тартиблаштириш параметрлари.

Тенглама (1.7.2) асосида молия бозорининг мувозанат ҳолатига эришиш модели 1.7.2-чи расмда кўрсатилганидек ташкиллаштирилади. Бунда тенгламанинг математик ечими молия бозорининг мувозанат ҳолатини англатади, яъни ечимни топиш учун танлаб олинган математик метод моделда молия бозорини мувозанатлаштириш механизми фаолиятини белгилайди. Моделда:  $X_0$  – бошланғич тартиблаштирувчи дискретдаги параметр,  $X_k$  – навбатдаги тартиблаштирувчи дискретдаги параметр.

<sup>11</sup> Tobin J. The Theory of Portfolio Selection in F.H/Hahn and F.R.P. Brechling (eds), The Theory of Interest Rate, London, Macmillan, 1965, pp.3-51.

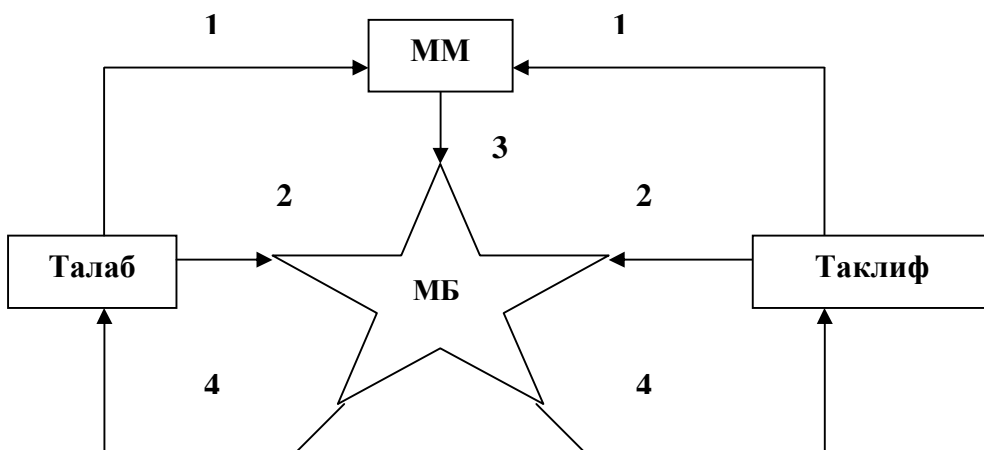


Расм. 1.7.1. Тенглама (1) асосидаги модел



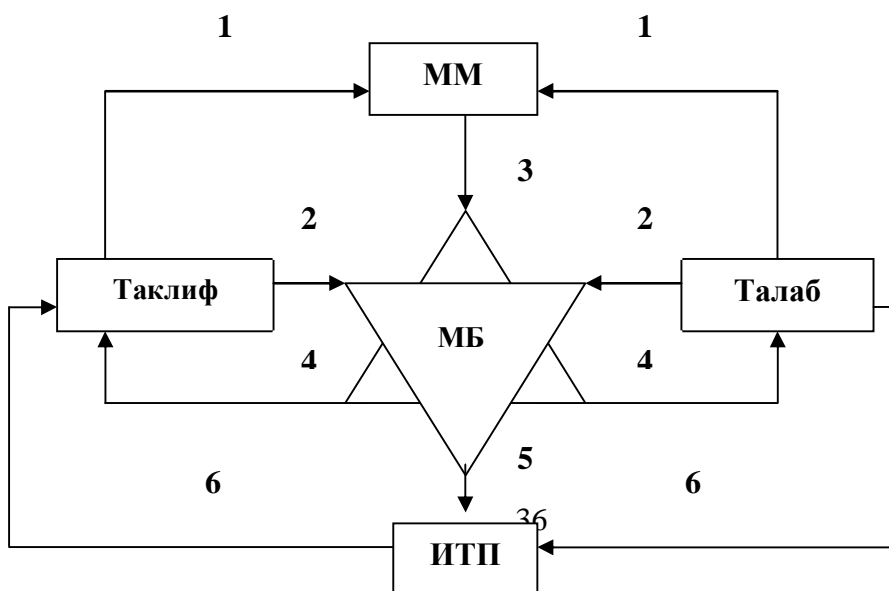
Расм. 1.7.2. Тенглама (2) асосидаги модел

Ушбу моделлар асосида молия бозорини тартиблаштиришнинг макроиктисодий даражадаги тузилмавий-функционал моделига 1.7.3-чи расмда кўрсатилганидек ўтиш мумкин. Моделда кўрсатилган рақамлар унинг унсурларини молия бозорига таъсири ва ўз навбатида молия бозорини унсурларга таъсири кетма-кетлиги тартибини билдиради.



Расм. 1.7.3. Молия бозорини макроиктисодий тартиблаштириш модели.

Илмий-техникавий прогресснинг (ИТП) иқтисодийёт ривожланишидаги ролини ҳисобга олган ҳолда айтиш мумкинки, ИТП мос равишда молия бозори конъюктурасига ҳам таъсир кўрсатади. Бу эса олдинги модел (расм 1.7.3) асосида молия бозорининг макроиктисодий даражадаги тузилмавий-функционал моделига 1.7.4-чи расмда кўрсатилганидек ифода этиш мумкинлигини билдиради.



Расм.1.7.4. Молия бозорини ИТП таъсирида макроиктисодий тартиблаштириш модели.

### ***Саволлар***

1. 1.7.1-чи расмда келтирилган модел қандай математик қонуниятга асосланади?
2. 1.7.2-чи расмда келтирилган модел қандай математик қонуниятга асосланади?
3. 1.7.3-чи расмда келтирилган моделни қандай ишлайди?
4. 1.7.4-чи расмда келтирилган модел қандай ишлайди?

### ***Топшириқлар***

1. Мувозанатлашувчи квазианалог асосида молия бозорини тартиблаштириш моделини ифодаланг.
2. 1.7.4-чи расмда келтирилган моделда ИТП аҳамиятини асосланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

## **II – БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТРУМЕНТЛАРИ ВА ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР**

### **2.1. Молия бозори инструментлари таснифи ва тавсифи**

Молия бозори инструментлари мазмун-моҳияти уларнинг бозори билан ҳамоҳанг бирликда кўриб чиқилиши лозим бўлган инструментарий (терминология) ва методология билан аниқланади. Бунда уларнинг турлари, ҳосса ва хусусиятлари, чиқарилиши ва муомаласи жараёнларидаги иқтисодий-ҳуқуқий муносабатлар, бажарадиган функциялари ифодаланади.

#### ***Замонавий инструментарий***

Молиявий инструментларнинг мазмун-моҳиятини очиб бериш учун унинг инструментарийсини ташкил этувчи жаҳон молия бозори назарияси ва амалиётидаги мавжуд замонавий концептуал тушунчаларга таяниш лозим.

*Инструментарий* – бу молиявий инструментларнинг мазмунини тўлиқ ифодаловчи маҳсус тизимлаштирилган терминология бўлиб, базавий (таянч) бўлган концептуал (назарий) тушунчалар мажмуаси сифатида намоён бўлади.

Инструментарийнинг замонавийлиги шундан иборатки, унинг ёрдамида молиявий инструментларнинг айнан ҳозирги вақтдаги мазмун-моҳияти ифодаланади. Агар, ҳар қандай

молиявий инструментни вақт ўтиши билан молия бозорининг замон талабига мос равишда узлуксиз такомиллашиб бориши ёки қандайдир қўшимча ҳоссага ва функцияга эга бўлиши ёки мазмунан ва шаклан ўзгариши ва ҳ.к. объектив табиий жараён бўлса, унда аввалги даврда таянч бўлган терминология ҳам ҳозирги замонга келиб эскириши табиий ҳолатдир. Хусусан, XVI асрда базавий ҳисобланган терминологияни XXI асрга келиб бир мунча такомиллашиб ривожланган-лигига иқдор бўлиш мумкин. Аммо, эски даврдаги тушунчаларнинг аҳамиятини асло пасайтириш мумкин эмас, чунки улар келажакдаги ҳар қандай терминларни такомиллашиши ва ривожланишига базис бўлиб ҳисобланади. Бошқача қилиб умумлаштириб айтганда, ҳар қандай янгилик ўзига мос ёки бир вақтлар унутилган эскиликдан келиб чиқади.

Шундай қилиб, молиявий инструментнинг замонавий тушунчасини аввалдагиларига асосланиб, лекин ҳозирги замон жаҳон молия бозорининг мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб (1-чи бобга қаралсин), қуйидагича таърифлаш мумкин: *молиявий инструмент* – бу, умуман олганда, монетизациялашган реал базисга эквивалент (“эгиз-аналог”) қийматга ва ҳоссаларга эга бўлган, махсус иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган, молия бозоридаги муносабатларни белгиловчи, шакллантирувчи ва ривожлантирувчи, молиявий ресурсларни самарали тақсимланиши ва қайта тақсимла-нишини таъминловчи, муайян ҳолларда маълум шаклларда даромад келтирувчи восита сифатида ҳар хил турларда, шакл ва мазмунларда намоён бўладиган ҳам инвестицион капитал (актив, жамғарма), ҳам тўлов воситаси, ҳам алоҳида молиявий товардир.

Молиявий инструментнинг эквивалентлик ҳоссаси бевосита ва билвосита, реал ва нисбий бўлиши мумкин.

Молиявий инструментнинг молиявий товарлиги ҳоссаси уни бошқа турдаги товарлардан (кўчмас ва интеллектуал мулк, хом ашё ва шу кабилар) фарқли кимнингдир (иқтисодиёт субъектлари) томонидан чиқарилиши, ўзига хос молия бозорида муомалада бўлиши, унда махсус функцияларни ва ролни бажариши билан белгиланади.

Ҳар қандай молиявий инструментни у ёки бу белги асосида таснифланишининг мазмуни унинг ҳосса ва хусусиятлари билан боғлиқ ҳолда амалий аҳамияти билан белгиланишини ҳисобга олсак ҳамда, агар кўрилалаётган инструмент турини келиб чиқиши, мақсади ва функциясини, унинг бозор муомаласини бир-бири билан таққослайдиган бўлсак, албатта сезиларли фарқ намоён бўлади. Масалан, пул ва уни товар тоифасига айлантирувчи инструментлар (кредит, чек, карточкалар ва ҳ.к.) муомаласи учун уларга хос бўлган молия бозори сегментлари – мос равишда пул бозори ва кредитлар бозори ва ҳ.к. зарур, валюта учун валюта бозори, суғурта рискларини бошқариш хизматлари учун суғурта полислари бозори, қимматли қоғозлар учун эса фақат фонд бозори керак.

Молиявий инструментларнинг товар сифатидаги асосий мақсадларидан бири фойда олиш бўлганлиги учун ундаги ҳар қандай фаолият капитални (жамғармани) орттириш соҳаси эканлиги муносабати билан уларнинг бозори – бир вақтнинг ўзида капиталларга қўйилмалар учун мулжалланган бозор ҳамдир.

Пул маблағлари молиявий инструментларнинг ҳар қандай турига қўйилиши (йўналтирилиши) мумкин. Бунинг барча ҳолатларида йўналтирилган пул маблағлари вақт мобайнида ўз орттирмасига (ёки зарарига) эга бўлиши, яъни фойда ёки зарар келтириши мумкин.

Демак, молиявий инструментлар ўз бозорида молиявий ресурслар жарғармачилардан (инвесторлардан) истеъмолчиларга томон ва аксинча йўналишда ҳаракат қилишини таъминловчи восита.

Молиявий инструментлар ёрдамидаги ресурслар ҳаракати қуйидаги омилларга боғлиқ:

- молиявий инструментларнинг даромадлилик ва риск даражаси;
- молиявий инструментларни солиққа тортиш шарт-шароитлари;

- молиявий инструментларнинг реал базис билан таъминланганлиги ва шу асосда иқтисодиёт ва молия бозорини эквивалентлиги;

- жамиятнинг менталитети ва танлаб олган ривожланиш модели;
- макро- ва микроиқтисодий барқарорлик;
- ташқи кучлар ва ҳодисаларнинг молиявий инструментлар бозорига таъсири ва бошқалар.

Молиявий инструментлар (қимматли қоғозлар, банк капиталлари, бошқа турдаги молия воситалари ва маҳсулотлари) монетизациялашган реал базис ва шу асосда иқтисодиёт ва молия бозорини эквивалентлиги маҳсус самарали иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган бўлади.

Молиявий инструментга ҳос қуйидаги атрибутларни келтириш мумкин:

- ҳар бир турига мос мақсад ва функцияси, бозори ва ундаги муомала механизми;
- ҳар бир турига мос реквизити, шакли, муддати, сони ва нархи;
- монетизациялашган реал базис билан таъминланганлиги;
- ҳар бир турининг бозор параметрлари (индикаторлари);
- ҳар бир турига мос чиқарувчилари ва уларнинг инструмент бўйича шартлари ва ҳ.к.

Ушбу атрибутларнинг оҳирги учтаси молиявий инструментнинг ўз бозоридаги қувват потенциални белгилайди.

Молиявий инструментнинг мазмуни унинг бозордаги функцияси ва роли, у билан боғлиқ иқтисодий-ҳуқуқий муносабатлар асосида белгиланади. Юқорида айтиб ўтилганлардан келиб чиққан ҳолда молиявий инструмент-нинг қуйидаги функцияларини таъкидлаш мумкин:

- ўзига ҳос бозор орқали молиявий ресурсларни (капитални) иқтисодиётда (иқтисодиёт субъектлари ўртасида) самарали тақсимлаш ва қайта тақсимлаш;

- пулдан бўлак маълум шароитларда квазипул сифатида тўлов воситаси бўла олиш ( $m_2$  ва ундан йирик пул агрегатлари таркибига киритилганлиги муносабати билан);

- бир вақтда иқтисодий ва юридик мазмунни ўзида мужассамлаштирган ҳолда унинг эгаси, чиқарувчиси ва давлат ўртасидаги иқтисодий-ҳуқуқий муносабатларни белгилаш;

- ўз эгаларига капиталга эгалик ҳуқуқи билан бирга бошқа маълум қўшимча ҳуқуқларни (масалан, овоз бериш, бошқарувда иштирок этиш, маълумотга эга бўлиш, кредиторлик мавқеи ва ҳ.к.) бериш;

- алоҳида товар сифатида муомалада бўлиш, бозор конъюнктурасини ва унда бизнес сифатини белгилаш; уни чиқарувчиси ва бозор ҳолати тўғрисида информация билан таъминлаш ва ҳ.к. (буларни унинг молия бозоридаги роли сифатида қабул қилиш мумкин);

- инвестицион актив ва жамғарма сифатида хизмат қилиш;

- риск шароитида капитал бўйича даромад олишни, капитални қайтарилишини таъминлаш ва ҳ.к.

Шундай қилиб, юқоридагиларнинг барчаси молиявий инструментларнинг мазмуни, ҳосса ва хусусиятларини ифодалайди.

### ***Молиявий инструментлар таснифи***

Молиявий инструментлар таснифи уларга оид тушунчалар, муносабат-лар, ҳоссалар ва хусусиятларнинг ўзаро боғлиқлигини очиқ беришга ҳамда бу боғлиқликни мантиқан қурилган тизим кўринишида ифода этади. Шу йўсинда тасниф молия бозори мазмун-моҳиятини, ундаги иқтисодий-ҳуқуқий муносабатлар жараёнларига ҳос ҳоссалар ва қонуниятларни чуқурроқ ва кенгроқ тушунишга хизмат қилади.

Замонавий молия бозори молиявий инструментларнинг турли ҳиллари билан мужассамлашган бўлиб, уларни бир неча белгилар асосида тасниф-лашни тақазо этади.

Муомалага чиқарилиши мақсади – тўлов ва пул айланмаси (оборот) узлуксизлигини таъминлаш, инвестицияларни жалб қилиш ва улар бўйича даромад олиш бўйича, мос равишда: кредит-пул сиёсатини амалга оширишнинг қарз муносабатларини мужассамлаштирувчи молиявий инструментлар (давлат ва банк инструментлари), қарз (давлат ва корпоратив мақсадда) ва улуш (корпоратив мақсадда) муносабатларини ифодаловчи инвестицион молиявий инструментлар.

Молия бозорининг у ёки бу сегменти бўйича: пул, кредит, валюта, суғурта, лотерея ўйинлари, қимматли қоғозлар (фонд, капитал) бозорлари инструментлари.

Базисига кўра: пул, валюта, суғурта, товар (жумладан ҳом ашё), кўчмас мулк, индекс, фоиз ставка (келажакдаги даромад), қимматли қоғоз базисли молиявий инструментлар.

Иқтисодийнинг у ёки бу субъектига кўра: давлат бошқаруви ва ҳокимиятлари, банклар-кредит муассасалари, суғурта ташкилотлари, биржалар, номолия ташкилотлари (корпоратив) инструментлари.

Чиқарилиш муддати бўйича: қисқа, ўрта ва узоқ муддатли молиявий инструментлар.

Миллийлиги бўйича: миллий, хорижий ва ҳалқаро молиявий инструментлар.

Иқтисодий-ҳуқуқий мазмуни бўйича: қарз ва улуш муносабатларини ҳамда ҳосилавий бўлган (базис, муддат, ҳуқуқ ва мажбуриятларни мужассам-лаштирувчи) молиявий инструментлар.

Иқтисодий-ҳуқуқий ҳоссаларига кўра икки гуруҳга ажратиш мумкин: базавий ва базисли молиявий инструментлар. Базавий инструментларга улуш ва қарз муносабатларини ўзида мужассамлаштирувчи эмиссияланувчи (деривативлардан ташқари) ва эмиссияланмайдиган қоғозлар киради. Базислиларига эса деривативлар (ҳосилавий қимматли қоғозлар) киради.

Чиқарилиш ва муомала чегараси бўйича: алоҳида мамлакат, регион ва ҳалқаро миқёсда чиқарилувчи ва муомалада бўлувчи молиявий инструментлар.

Шахсларга нисбатан чекланишлар бўйича: барчага ва чекланган шахсларга сотиладиган молиявий инструментлар.

Шакли бўйича: маҳсус бланклар кўринишида ва электрон ҳисобларда (счётларда) юритилувчи молиявий инструментлар.

Вазибалари бўйича: субъектларнинг ички ва ташқи иқтисодий мақсад-манфаатларини қониқтирувчи молиявий инструментлар.

Функцияси бўйича: инвестицион инструментлар (қимматли қоғозлар), банкларнинг молиялаштириш инструментлари (кредит, депозит, селенг, пластик карточкалар, чеклар ва ҳ.к.), рискни молиялаштириш инструментлари (суғурта полислари), тўлов инструментлари (миллий ва хорижий валюта, ҳалқаро валюта, квазивалюта (псевдовалюта), биржа котровкасига эга бўлган валюта сифатида ўтувчи олтин, платина, кумуш, камёб элементлар, қимматбаҳо тошлар ва ҳ.к.), товар тақсимловчи инструментлар (товар варранти, коносамент, омбор гувоҳномаси ва шу кабилар), гаров қоғозлари, лотереялар.

Рўйхатдан ўтказилиши бўйича: эмиссияланувчи (акция, облигация, деривативлар) ва эмиссияланмайдиган (банк сертификатлари, чеклар, хусусийлаштириш жараёнида қўлланиладиган ваучер ва купонлар, векселлар, омбор гувоҳномалари, коносамент, гаров қоғозлари ва ҳ.к.) инструментлар.

Муомалага чиқарувчининг ташкилий-ҳуқуқий шаклига кўра: давлат, муниципал ва корпоратив молиявий инструментлар.

Эгалик ҳуқуқини белгилаш бўйича: тақдим этувчига, эгасини исми ёзилган, ордерли молиявий инструментлар.

Даромад турларига кўра: дивиденд берувчи, белгиланган ва сузувчи фоиз ставкали, купонсиз (дисконтли), ютуқли молиявий инструментлар.



Тўлов муддати бўйича: спот ва муддатли бозор инструментлари.

Юқоридагилардан келиб чиқиб, молиявий инструментлар вақт (жумладан, хаёт цикли), фазовий (муҳит) ва бозор характеристикалари бўйича тавсифлаш мумкинлигини кўриш мумкин.

Молиявий инструментларнинг фундаментал ҳоссалари уларнинг параметрлари (сифат кўрсаткичлари) орқали ифодаланади.

Келтирилган тасниф хоҳишга ва молия бозорининг хусусиятларига кўра кенгайтирилиши мумкин.

### ***Саволлар***

1. Молиявий инструментнинг мазмуни нима?
2. Молиявий инструмент ва унинг базиси эквивалентлиги нима?
3. Молиявий инструментнинг қандай атрибутлари бор?
4. Молиявий инструментнинг қандай функцияларини биласиз?
5. Молиявий инструментни қайси белгилар бўйича таснифлаш мумкин?

### ***Топшириқлар***

1. Молиявий инструментнинг ҳар бир тасниф белгиси бўйича тавсифланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **2.2. Қимматли қоғозлар таснифи ва тавсифи**

### ***Қимматли қоғозларнинг мазмуни, мақсади ва функциялари***

Қимматли қоғозлар молиявий инструментларнинг бошқа турларидан фарқли энг катта ва алоҳида бозорига эга бўлган гуруҳини ташкил этганлиги муносабати билан уларнинг мазмун-моҳиятини маҳсус равишда кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ. Таъкидлаш жоизки, қимматли қоғозлар молиявий инструментларнинг бир тури бўлганлиги учун умуман олганда мазмунан синонимдир (2.1 параграфга қаралсин), лекин улар молиявий инструмент-ларнинг бошқа турларидан маълум жиҳатлари билан фарқ қилади.

Қимматли қоғозлар иқтисодиётда ўз аҳамияти, ўрни ва функцияларини аллақачон исботлаганлигига қарамасдан уларнинг мазмуни тўғрисида ханузгача қизғин баҳслар давом этиб келмоқда. Масалан, Дж.Р.Хикснинг фикрича<sup>12</sup>, замонавий пуллар узоқ муддатли истеъмол товари эмас, балки қимматли қоғозларнинг тури сифатида ифодаланади. Россиялик олимларнинг фикрича<sup>13</sup>, қимматли қоғоз фиктив капитал сифатида намоён бўлувчи восита ва ҳ.к. Бундай баҳслар қимматли қоғозларни шаклан турли, мазмунан ўхшаш, лекин, тўлиқлиги билан ажраладиган ҳажмдаги маънода талқин қилинишига олиб келмоқда. Ушбу тенденция қимматли қоғозлар эволюциясида табиий ҳолатдир, чунки барча назарий талқинлар вақт ўтиши билан қимматли қоғозларнинг мазмун-моҳияти такомиллашиб боргани учун ўзгариши объектив жараён дир. Шунинг учун қимматли қоғозлар ва уларнинг бозорини ҳозирги замондаги мазмун-моҳияти, иқтисодиётдаги аҳамияти, роли ва функцияларидан келиб чиққан ҳолда (I-чи бобга ва айниқса 1.1.1-1.1.3 моделларга қаралсин) молиявий инструмент сингари (2.1 праграфга қаралсин) қуйидагича талқин қилиш мумкин.

Қимматли қоғоз – бу, умуман олганда, монетизациялашган (пул билан таъминланган) реал базисга эквивалент (“эгиз-аналог”) қийматга (баҳога) ва ҳоссаларга эга бўлган, маҳсус иқтисодий-хуқуқий механизм билан таъминланган, ўзига ҳос бозордаги молиявий муносабатларни белгиловчи,

<sup>12</sup> Дж.Р.Хикс. Стоимость и капитал.-М.: Прогресс, 1988.-365 с.

<sup>13</sup> Рынок ценных бумаг и его финансовые инструменты: Учебное пособие/Под ред.В.С.Торкановского.-СПб.:АО «Комплект», 1994.-421 с.;

Ценные бумаги: Учебник/Под ред.В.И.Колесникова, В.С.Торкановского.-2-е изд., перераб. и доп.-М.: Финансы и статистика, 2000.-448 с.; Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок.-М.: Перспектива, 1995.

шакллантирувчи ва ривожлантирувчи, молиявий ресурсларни самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишини таъминловчи, муайян ҳолларда маълум шаклларда даромад келтирувчи восита сифатида ҳар хил турларда, шакл ва мазмунларда намоён бўладиган ҳам инвестицион капитал (актив, махсус фонд жамғармаси бойлиги, қимматли қоғозлар портфели), ҳам тўлов воситаси, ҳам алоҳида фонд бозори товаридир.

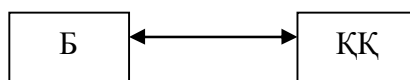
Қимматли қоғоз бир вақтнинг ўзига иқтисодий категория ва юридик конструкция сифатида мазмунга эга.

Қимматли қоғознинг эквивалентлик хоссаси молиявий инструментлар-нинг бошқа турлари сингари бевосита ва билвосита, реал ва нисбий бўлиши мумкин. Ушбу хосса эвазига қимматли қоғозлар уларни чиқарувчисининг (эмитентининг) “эгиз-аналоги” (яъни эквиваленти) сифатида намоён бўлади. Фонд кўринишидаги (фонд бозори) товарлилиги хоссаси эса уни бошқа турдаги товарлардан (кўчмас ва интеллектуал мулк, хом ашё ва шу кабилар) фаркли кимнингдир (эмитент, яъни муомалага чиқарувчи, бўлмиш иқтисодиёт субъектлари) томонидан чиқарилиши, ўзига ҳос қимматли қоғозлар бозорида муомалада бўлиши, унда махсус функцияларни ва ролни бажариши билан белгиланади. Бунда қимматли қоғозларнинг роли ва функциялари молиявий инструментлар сингари аниқланади (2.1 праграфага қаралсин). Бозор хоссаси қимматли қоғозни пулга яқинлаштиради, чунки у маълум шароитларда пулнинг функциясини бажара олади, тўлов воситаси сифатида қўлланилиши мумкин. Қимматли қоғознинг фундаментал хоссалари айланувчанлиги, ликвидлиги, жалбдорлиги, рисклилиги ва шу каби бошқа кўрсаткичлар билан белгиланади. Умуман олганда, қимматли қоғозлар хоссаларини юқори сифат даражаси фонд бозорининг самарали ҳолатини белгилайди.

Реал базисга эквивалент бўлган қимматли қоғозлар ёрдамида фонд бозори орқали самарали инвестицион ва трансфер (тўлов) жараёнлари, иқтисодиёт субъектларининг мақсадли ва тартиблаштирилган иқтисодий-ҳуқуқий бозор муносабатлари амалга оширилади. Бунда қимматли қоғоз алоҳида товар ва молиявий инструмент сифатида ўзида мужассамлаштирган реал капиталнинг (ёки эгалик ҳуқуқининг) ҳам эквиваленти, ҳам турли шакл ва мазмундаги “символи” бўлиб намоён бўлади. Мос равишда у ўзининг алоҳида қимматли қоғозлар бозорида махсус товар сифатида эркин муомалада бўлиб, бир вақтнинг ўзига параллел тарзда реал базисини ўзига ҳос бозоридаги долзарблилиги ва бозоргирлилигини белгилайди. Ўз навбатида аксинча реал базис ҳам ўзи мужассамлашган қимматли қоғознинг товар сифатида фонд бозоридаги (эркин муомаласи жараёнидаги) хоссалари (маълум кўрсаткичлар билан ифодаланган) сифат даражасини белгилайди.

Шунинг учун қимматли қоғоз “фонд инструменти” сифатида “фонд бойлиги” деб ифодаланади, унинг ёрдамида реал бойликларга (базисга) эга бўлиш имконияти пайдо бўлади. Бу эса фонд бозори конъюнктурасига боғлиқ ҳолда бойликларни бир субъектдан бошқасига ўтишиши (ҳаракатини) таъминлайди, натижада қимматли қоғозлар бозори орқали молиявий ресурсларни иқтисодиётда самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишининг қонуниятли жараёни вужудга келади.

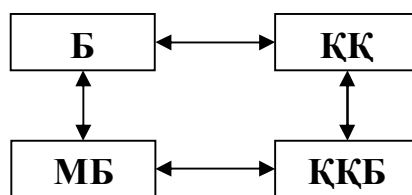
Юқорида айтилганлардан келиб чиққан ҳолда, эквивалентлилик тамойили асосида қимматли қоғоз ва унинг реал базисини ўзаро “эгиз-аналог” сифатида 2.2.1-чи расмда келтирилган схема билан ифодалаш мумкин. Схемада: Б – базис (яъни қимматли қоғознинг базиси); ҚҚ – базисга эга бўлган қимматли қоғоз; икки тарафлама йўналтирилган стрелка Б ва ҚҚ ўртасидаги эквивалент боғлиқликни билдиради.



### Расм.2.2.1. Қимматли қоғоз ва унинг базиси эквивалентлилиги схемаси

2.2.1-чи расмда базисни (Б) реал моделлаштирилаётган (тадқиқ этилаётган) объект сифатида, қимматли қоғозни (ҚҚ) эса объект модели деб қабул қилиш мумкин. Бу эса объектнинг математик моделини унинг эквиваленти бўлмиш қимматли қоғоз ҳоссалари (курсаткичлари) ёрдамида ифодалаш орқали математик моделлаштириш имконини беради. Яъни модел ёрдамида ҚҚ ҳоссаларини математик тарзда моделлаштириш асосида реал объект (базис) ҳоссаларини тадқиқ этиш мумкин. Ушбу математик ёндашув мен учун ҳамиша ардоқли ва ҳурматли бўлган ва келажакда ҳам бўлиб келадиган буюк устозларим Академик Георгий Евгеньевич Пухов ва Виктор Федорович Евдокимовлар томонидан бутун дунёда ўтган асрнинг 60-70-чи йилларида тан олинган “Квазианалоглар назарияси” номи билан техник объектларни моделлаштириш учун илк бор ишлаб чиқилган ва тадқиқ этилган<sup>14</sup>. Шундай буюк устозларимнинг ноёб илмий-инновацион тафаккурлари ила бунёд этилган мактабларига ҳамиша содиқ бўлган ҳолда квазианалоглар назариясини давомийлик асосида иқтисодиёт, молия тизими ва бозорлари соҳалари учун илк бор 90-чи йиллардан бошлаб ривожлантириб қўллашга жазм қилдим. Бунинг натижасида муаллиф томонидан олинган ва ушбу китобда батафсил келтирилган илмий ва амалий ишланмалар квазианалоглар назариясини иқтисодиёт ва молия соҳалари учун ҳам айнан мослигини исботламоқда.

Айтилганларга ва 2.2.1-чи расмдаги схемага асосан, макроиктисодий даражада реал сектор ва қимматли қоғозлар бозори ўртасидаги эквивалентлилик боғланишни 2.2.2-чи расмда келтирилган модел кўринишида ифодалаш мумкин. Ушбу тузилмавий моделда: МБ – макробазис; ҚҚБ – қимматли қоғозлар (молия) бозори.



Расм.2.2.2. ҚҚБ ва макробазиснинг ўзаро эквивалентлилиги модели

Бу моделда (2.2.2-расм), 2.2.1-чи схемадагига ўхшаш, макробазисни (МБ) реал моделлаштирилаётган (тадқиқ этилаётган) объект сифатида, қимматли қоғозлар бозорини (ҚҚБ) эса объект (МБни эквивалент акс эттирувчи) модели деб қабул қилиш мумкин. 2.2.1 ва 2.2.2 расмлардаги икки тарафлама йўналтирилган стрелкалар Б ва ҚҚ; МБ ва ҚҚБ; Б ва МБ; ҚҚ ва ҚҚБ ўрталаридаги эквивалент боғлиқликни билдиради.

Квазианалог моделлар объектларни (жумладан қимматли қоғозлар ва молия бозорини) алгебраик ва дифференциал тенгламалар ёрдамида моделлаштиришда қўлланилади.

Квазианалоглар назариясига асосланиб, 2.2.1 ва 2.2.2-чи расмларда келтирилган моделларни қуйидагича, яъни мувозанатлашувчи (тартибланиш-тирилувчи) квазианалог модел сифатида ифодалаш мумкин. Бу моделнинг фаолияти математик кўринишда формаллаштирилиши мумкин, яъни у мазмунан қуйидаги умумий кўринишдаги математик тенгламалар ечимига келтирилиши мумкин:

$$AX - F = \varepsilon \quad (2.2.1)$$

кўринишидаги алгебраик тенгламалар системасига (тенгламада  $\varepsilon$  минимум қийматга интилтирилади) ёки

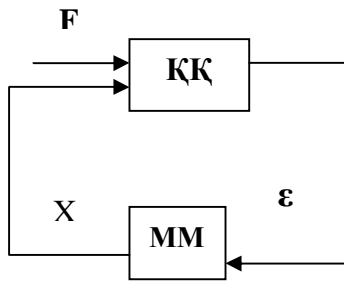
$$\Omega(dx/d\omega) + A(x)X = F(\omega), \quad x(0) = x_0 \quad (2.2.2)$$

<sup>14</sup> Пухов Г.Е. Избранные вопросы теории математических машин.-К.: Изд. АН УССР, 1964.; Пухов Г.Е., Евдокимов В.Ф., Синьков М.В. Разрядно-аналоговые вычислительные системы.-М.: Сов.радио, 1978.-256 с.

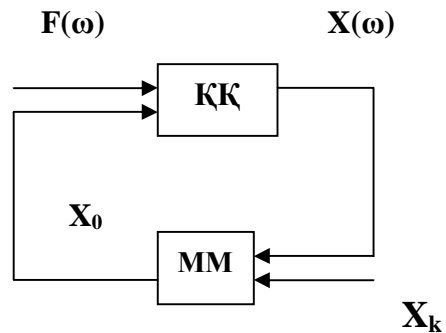
кўринишидаги оддий дифференциал тенгламалар системасига (Коши масаласи).

Тенглама (2.2.1) асосида қимматли қоғознинг эквивалентлигига (мувозанат ҳолатига) эришиш модели 2.1.3-чи расмда кўрсатилганидек ташкиллаштирилади. Бунда тенгламанинг математик ечими (илдизи) молия бозорининг мувозанат ҳолатини англатади, яъни илдизни топиш учун танлаб олинган математик метод моделда молия бозорини мувозанатлаштириш механизми фаолиятини белгилайди. Моделда: ҚҚ – қимматли қоғоз (ёки ҚҚБ), ММ – мувозанатлаштирувчи механизм,  $F$  – таъсир этувчи омиллар,  $X$  – эквивалентлаштириш (тартиблаштириш) параметрлари.

Тенглама (2.2.2) асосида қимматли қоғознинг эквивалентлигига (мувозанат) ҳолатига эришиш модели 2.2.4-чи расмда кўрсатилганидек ташкиллаштирилади. Бунда тенгламанинг математик ечими молия бозорининг мувозанат ҳолатини англатади, яъни ечимни топиш учун танлаб олинган математик метод моделда молия бозорини мувозанатлаштириш механизми фаолиятини белгилайди. Моделда:  $X_0$  – бошланғич тартиблаш-тирувчи дискретдаги параметр,  $X_k$  – навбатдаги эквивалентлаштирувчи (тартиблаштирувчи) дискретдаги параметр.



Расм. 2.2.3. Тенглама (2.2.1) асосидаги



Расм. 2.2.4. Тенглама (2.2.2)

Юқорида айтилганларга асосан, қимматли қоғозни молия (фонд) бозорининг самарали молиявий инструменти бўлиши учун кўйидаги талаблар қўйилиши мақсадга мувофиқ: қимматли қоғоз ва унинг базисини эквивалентлиги; қимматли қоғозни фонд бозори товари ва бойлиги сифатида ишончли иқтисодий-ҳуқуқий механизм ва махсус очик молия бозори инфратузилмаси билан таъминланганлиги.

### Қимматли қоғозлар таснифи

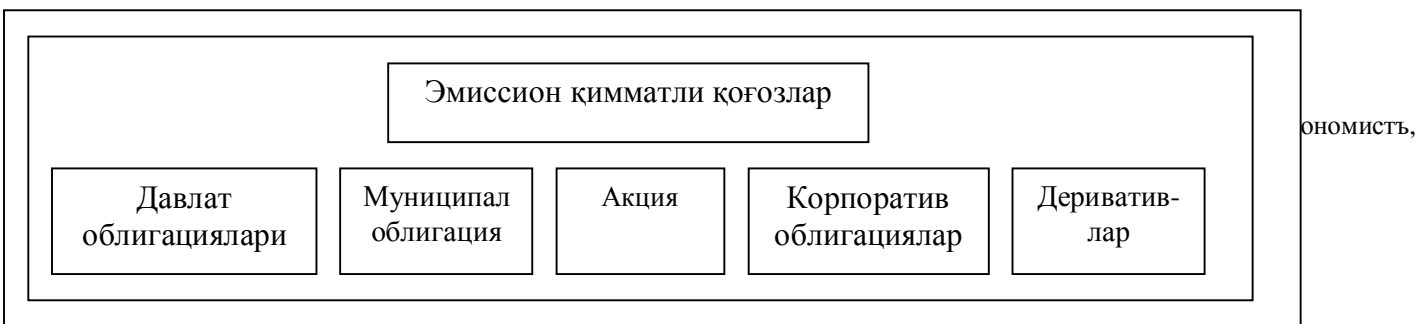
Умуман олганда қимматли қоғозлар молия инструментларининг тасниф белгилари асосида таснифланади. Лекин қимматли қоғозларнинг маълум мазмун ва хусусиятлари уларни қўшимча тарзда алоҳида таснифлашни тақозо этади. Шу муносабат билан ўқув мақсадларида қимматли қоғозларни 2.2.4-2.2.6 расмларда келтирилган шаклларда таснифланишини келтириш мумкин<sup>15</sup>.

Қимматли қоғозларнинг ҳисоби махсус депозитарийларда ва (ёки) реестрларда юритилади.

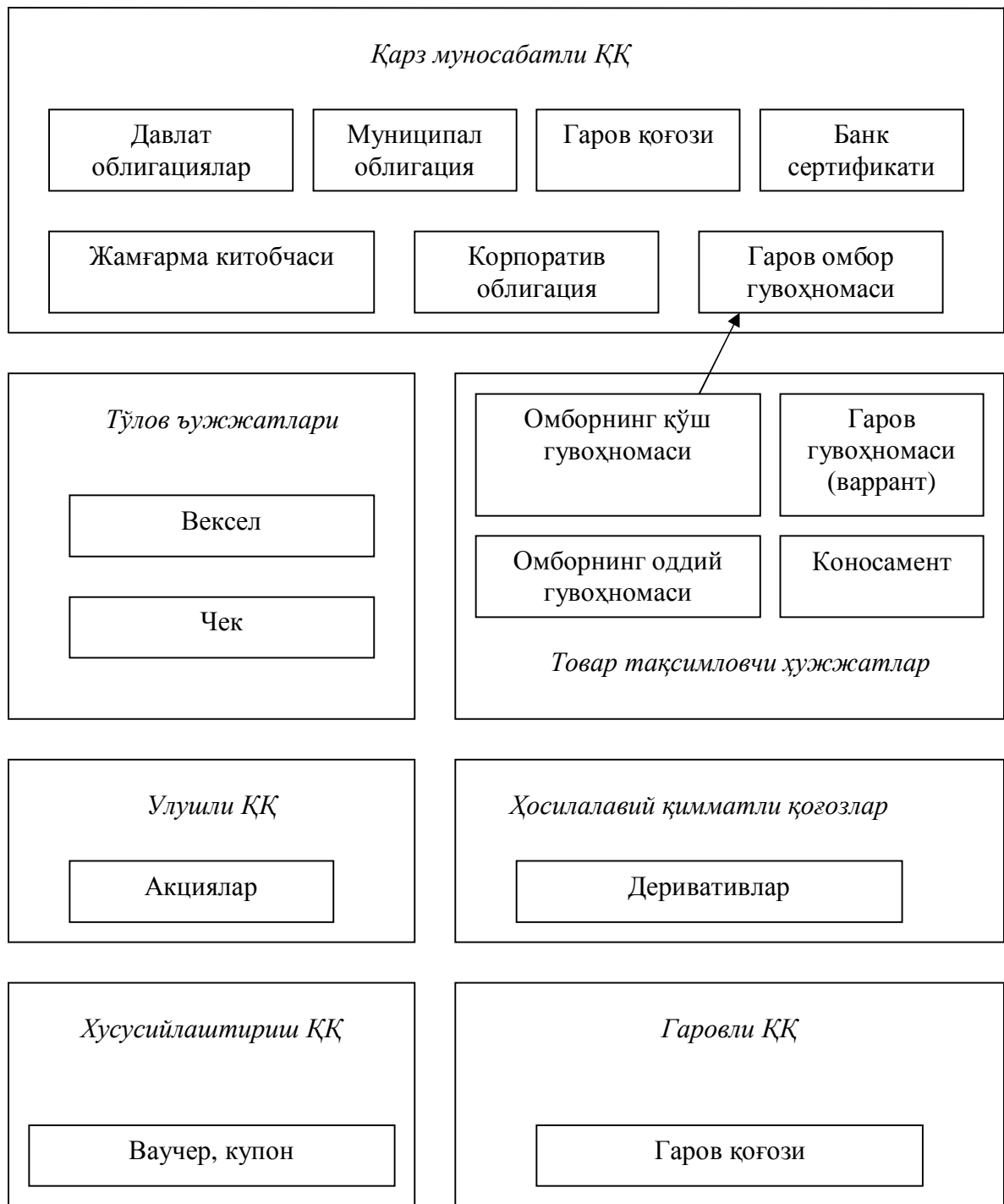
Ордерли қимматли қоғозларнинг қўлдан қўлга ўтиши индоссамент асосида индоссант томонидан амалга оширилади.

Тақдим этувчига бўлган қимматли қоғозлар бўйича ҳуқуқ индентификация қилинмайди.

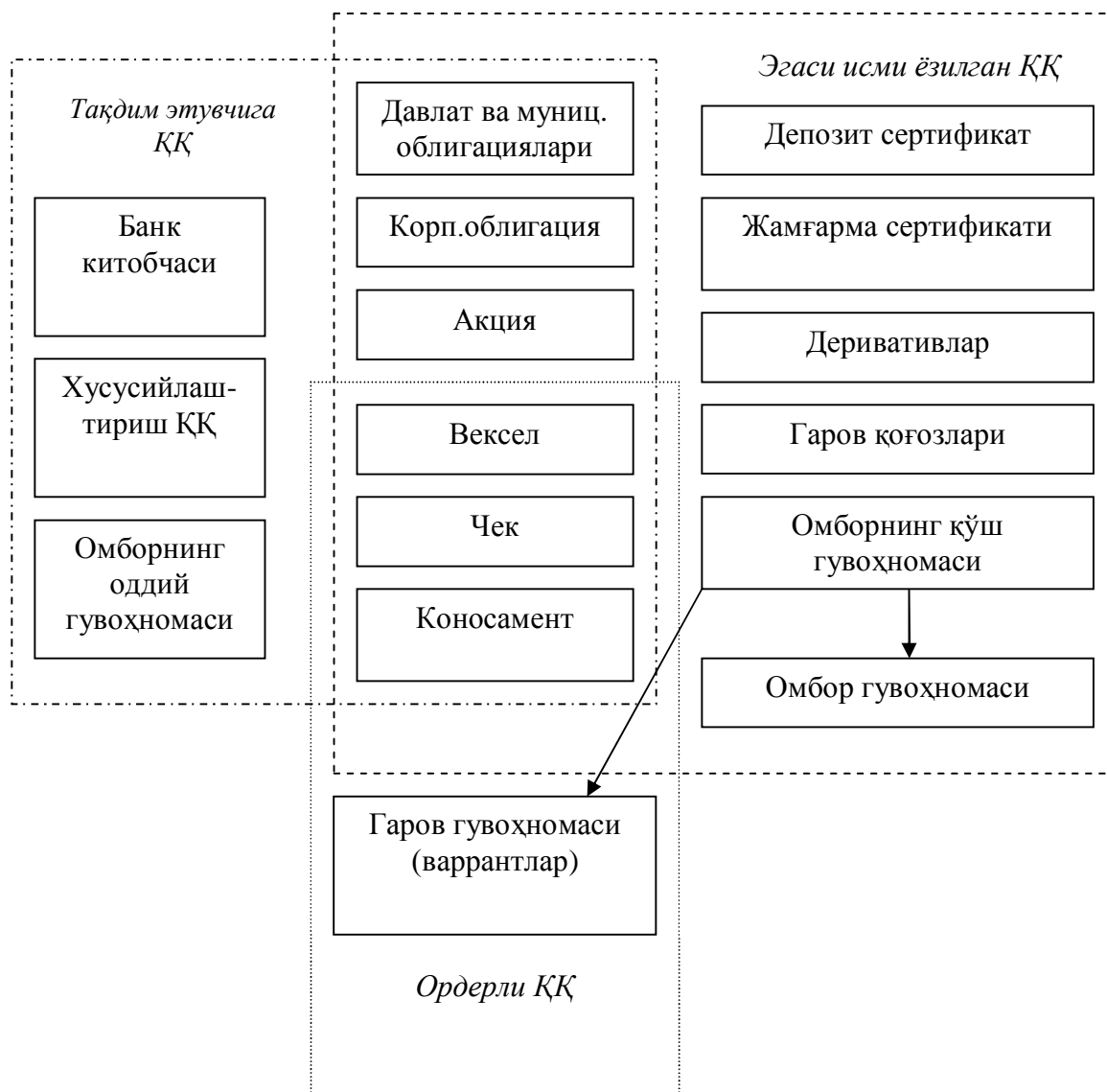
Эмиссияланувчи қимматли қоғозларга сертификат (лотинча *certifico* - тасдиқлайман) чиқарилиши мумкин. Сертификат олди-сотти объекти бўлмайди.



Расм. 2.2.4. Эмиссияланадиган ва эмиссияланмайдиган қимматли қоғозлар таркиби (класс ва чиқарилиш усули бўйича гуруҳлаштириш)



Расм.2.2.5. Қимматли қоғозларни функционал белгиси бўйича гуруҳланиши



Расм.2.2.6. Қимматли қоғозларнинг классификацион турлари

Қимматли қоғозларни чиқаришда қуйидаги мақсадлар кўзланади:

1. Акция (оддий ва имтиёзли) чиқариш ва жойлаштириш йўли билан акциядорлик компаниясини тўзиш.
2. Облигация чиқариш ва жойлаштириш йўли билан молиялаштиришни кенгайтириш.
3. Қўшимча инвестиция жалб қилишда компанияда ҳукмронликни сақлаб қолиш учун имтиёзли акциялар ва облигациялар чиқариш.

Давлат қимматли қоғозлари қуйидаги мақсадларда чиқарилади:

- жорий бюджет камоматини (дефицитини) молиялаштириш;
- аввал жойлаштирилган қарзларни сўндириш;
- давлат бюджети кассасининг бажарилишини таъминлаш;
- солиқ тўловларининг нотекис тушумини текислаш;
- тижорат банкларини ликвид резерв активлар билан таъминлаш;

- давлат ва маҳаллий ҳокимият органлари томонидан амалга ошириладиган мақсадли инвестицион дастурларни молиялаштириш;
- ижтимоий муҳим аҳамиятга эга бўлган муассаса ва ташкилотларни молиявий қўллаб-қувватлаш.

Турли мамлакатларда давлат қоғозларини чиқариш ҳажми ҳар ҳил (2.2.1 жадвалга қаралсин).

Жадвал 2.2.1, (%)

	Ита- лия	Япо- ния	США	Буюк- брит.	Канада	Фран- ция	Герман.
Ҳажми ЯИМга нисбатан	50,6	40,4	29,5	24,0	19,6	17,7	16,6
Ҳажми давлатнинг тўланма- ган ички қарзига нисбатан	83,1	66,2	62,8	88,6	44,6	82,7	35,0

Манба: James L.Massey. The Primary Market for Public Debt. Solomon Brothers, 1990. P.2-3.

Жадвалдан кўриниб турибдики, иқтисодиёти ривожланган мамлакат-ларда давлат қимматли қоғозлари ички қарзни молиялаштиришнинг асосий манбаларидан ҳисобланади. Бунда давлат иккиламчи бозорда айланадиган (облигациялар, ноталар, векселлар) ва айланмайдиган қоғозларини чиқариши мумкин.

Нодавлат ташкилотлар эса инвестицияларни жалб қилиш учун корпоратив қимматли қоғозлар чиқарадилар.

Юқорида келтирилганлардан ва 2.1 параграфдаги таснифдан келиб чиқиб айтиш мумкинки, қимматли қоғозларни умуман икки катта гуруҳга ажратиш мумкин: базавий ва базисли қимматли қоғозларга. Базавий қимматли қоғозларга улуш ва қарз муносабатларини ўзида мужассамлаштирувчи эмиссияланувчи (деривативлардан ташқари) ва эмиссияланмайдиган қоғозлар киради. Базислиларига эса деривативлар (ҳосилавий қимматли қоғозлар) киради.

### **Саволлар**

1. Қимматли қоғозларнинг қандай талқинларини биласиз?
2. Қимматли қоғозларнинг мазмуни нимадан иборат?
3. Қимматли қоғозларнинг қандай ҳоссаларини биласиз?
4. “Қимматли қоғозлар ва базис” ва “Қимматли қоғозлар бозори ва макробазис” моделлари деганда нима тушунилади?
6. Қимматли қоғозларнинг қандай белгиларга кўра таснифланади?
7. Қимматли қоғозларни чиқаришда қандай мақсадлар кўзланади?
8. Эмиссияланувчи ва эмиссияланмайдиган қимматли қоғозлар нима?
9. Базавий ва базисли қимматли қоғозлар нима?
10. Ўзбекистонда қандай турдаги қимматли қоғозлар чиқарилади?

### **Топшириқлар**

1. Қимматли қоғозларни ҳар бир тасниф белгиси бўйича тавсифланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **2.3. Қимматли қоғозларнинг ҳаёт жараёни цикли**

Қимматли қоғознинг ҳаёт цикли (давр босқичларини ўз ичига олувчи) қуйидаги жараёнларни ўз ичига олади: эмиссияга тайёргарлик (эмиссияолди), эмиссия рисоласини давлат рўйхатидан ўтказиб чиқариш ва жойлаштириш (эмиссия), бозор муомаласи, муомаладан чиқариш (сўндириш). Ҳар бир жараёндаги ишлар тегишли конун ҳужжатларида белгиланганидек амалга оширилади.



Биринчи босқич (эмиссияга тайёргарлик) қуйидаги жараёнлардан иборат: чиқарилажак қимматли қоғозларни, уларнинг ҳажмини ва қийматини базисига эквивалентлилиги даражаси асосида мақсадга мувофиқлигини, бозор тенденциясини, шартларини тадқиқ қилиш ва асослаш; эмиссия тактикаси ва стратегиясини ишлаб чиқиш; уни муҳокама қилиш ва чиқариш тўғрисида қарор қабул қилиш (ваколатли орган томонидан); эмиссия рисоласини давлат рўйхатидан белгиланган тартибда ўтказиш учун тайёрлаш.

Иккинчи босқичда эмиссия рисоласи давлат рўйхатидан ўтказилади, қонунчилик ҳужжатлари ва рисолада белгиланган тартибда реклама қилиниб потенциал инвесторлар ўртасида жойлаштирилади, эмиссия натижалари тўғрисида ҳисобот бериб борилади.

Учинчи босқичда жойлаштирилган қимматли қоғозлар иккиламчи бозорда унинг конъюнктурасига боғлиқ ҳолда эркин муомалада бўлади, бунинг учун эмитент уларнинг эквивалентлилик даражасини узлуксиз таъминлаб бозордаги курсини мониторинг қилиб боради. Бунда эмитент ва бозорнинг транспарентлилиги (шаффофлилиги) катта аҳамиятга эга.

Тўртинчи босқич қимматли қоғозларни уларнинг рисоласи шартларига асосан ҳамда (ёки) қонун ҳужжатларида белгиланган ҳолларда ва тартибда муомаладан чиқариш (сўндириш).

Ўзбекистон Республикасининг “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги” Қонуни лойиҳасига асосан корпоратив қимматли қоғозларнинг (акциядорлик жамиятлари акциялари ва облигациялари, корхоналарнинг деривативлари) ҳаёт цикли жараёнлари бундай қоғозлар билан боғлиқ мунобатларни тартиблаштирувчи ваколатли давлат органи (ҳозирда қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази) томонидан мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади. Бунда тижорат банкларининг акцияларини чиқарилиши Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази (кейинги матнларда Марказ деб юритилади) томонидан Марказий банк билан келишилган келишилган тартибда амалга оширилади.

Банкларнинг активлари билан боғлиқ қимматли қоғозларни Марказий банк тартиблаштиради. Векселларни чиқарилиши Марказий банк ва Молия вазирлиги томонидан тартиблаштирилади.

Давлат қимматли қоғозлари бозорини ваколатли давлат органлари (қоғоз турларига қараб Вазирлар Маҳкамаси, Молия вазирлиги, Марказий банк) тартиблаштиради.

Корпоратив қимматли қоғозлар чиқарилишида эмитентдан давлат бюджетига қонунда белгиланган ҳажмда эмиссион йиғим олинади.

Ваколатли давлат органи республикада давлат рўйхатидан ўтказилган қимматли қоғозларнинг умумий давлат реестрини юритади ва рўйхатини мунтазам эълон қилиб боради.

Қимматли қоғозларни давлат рўйхатидан ўтказмасдан оммавий ахборот воситалари орқали реклама қилиш маън этилади.

### ***Саволлар***

1. Қимматли қоғозларнинг ҳаёт цикли тушунчасини мазмуни нимадан иборат?
2. Қимматли қоғозларнинг ҳаёт цикли қандай жараёнлардан иборат?

### ***Топшириқлар***

1. Қимматли қоғозлар ҳаёт циклининг ҳар бир жараёнини тавсифлаб беринг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## 2.4. Базавий қимматли қоғозлар механизми

Базавий қимматли қоғозларни ва деривативларни (опцион, фьючерс, своп, форвард, варрант ва ҳ.к.) муомалага чиқариш чоғида асосий меъёрий хужжат бўлиб уларни чиқариш стандарти ҳисобланади.

Стандарт қимматли қоғозларни ҳаёт циклини (эмиссия олди, чиқариш, жойлаштириш, муомаласи, конвертацияси ва сўндириш тартибини) меъёрлайди. Унинг асосида қимматли қоғозларни чиқариш ва жойлаштириш чоғида тўхтатиш, ҳақиқий эмас деб топиш ва умумий давлат реестрига ўзгартиришлар киритиш тартиби белгиланади.

### *Акциядорлик жамияти акцияларини эмиссияолди ишлари ва эмиссияси*

Акциядорлик жамияти акция чиқариш тўғрисида тегишли қарор қабул қилади. Бунинг учун, авваламбор жамиятнинг ҳолати, потенциали ва инвестицион истикболи, шу асосда акциялар бозори конъюнктураси ва рисклар таҳлил қилиниб, чиқарилажак акцияларнинг тури, ҳажми, сони ва чиқариш шартлари, муддати, жойлаштириш усуллари, тартиби ва инвесторлар (акциядорлар) кўлами белгиланади. Бунда акциялар эмиссиясининг умумий тактикаси ва стратегияси аниқланади, акциядорларнинг умумий йиғилиши томонидан эмиссия рисоласи белгиланган тартибда тасдиқланади. Натижада эмиссия рисоласи давлат рўйхатидан ўтказиш учун тайёрланади. Ҳозирда борган сари амалиётда IPO (*Initial Public Offering*) усули кўпроқ қўлланилмоқда.

Акциядорлик жамиятини тузиш чоғида акциялар бирламчи тарзда таъсис хужжатларига кўра ёпиқ усулда жойлаштирилган деб ҳисобланади. Бунда акциядорлар ўзларига тегишли акциялари қийматининг камида 30 фоизини тўлашлари лозим. Қолган қисмини эса камида бир йил давомида тўлашлари талаб этилади (агар Уставда бошқа қисқароқ муддат кўрсатилмаган бўлса).

Кўшимча акциялар эса очик ёки ёпиқ усулда ёки иккала усул комбинацияси асосида жойлаштирилиши мумкин.

Ёпиқ усулда кўшимча чиқарилган акциялар кўшимча капитал киритиш, дивиденд ҳисобига, жамиятнинг ўтган йилларда тақсимланмаган фойдаси эвазига жойлаштирилиши мумкин.

Бунда жамият устав фондини ошириш тўғрисида қарор қабул қилиниши вақтида (кўшимча капитал киритилиши ҳолидан ташқари) кўшимча чиқарилган акцияларни ёпиқ усулда жойлаштириш чоғида оширилган устав фонди суммаси жамиятнинг соф активлари ва устав фонди (резерв фондини ҳисобга олган ҳолда) тафовутидан ошмаслиги шарт.

Очик усулда кўшимча акциялар (облигациялар ва бошқа эмиссияланувчи қоғозлар) олдиндан чекланмаган инвесторлар ўртасида эркин бозор нарҳида белгиланган тартибда жойлаштирилади. Бунда, одатда, инвестиция воситачилари (брокерлар, андеррайтерлар ва уларнинг синдикатлари) иштирок этади. Эмиссия босқичлари 2.4.1-чи жадвалда тизимли тарзда келтирилган.

### *Эмиссия рисоласини рўйхатдан ўтказиш*

Қимматли қоғозларни чиқариш уларнинг эмиссия рисоласини давлат рўйхатидан ўтказилишини тақазо этади. Қимматли қоғозлар эмиссияси рисоласи ваколатли давлат органи томонидан белгиланган муддатда ва тартибда рўйхатга олинади (агар эмитент томонидан тақдим этилган барча хужжатлар талаб даражасида бўлса), натижада унга махсус давлат рақами бириктирилади.

Айтилган тартиб облигациялар чиқариш учун ҳам таалукли.

Облигациялар чиқариш фақат жамият тузилиши чоғида бирламчи чиқарилган акциялар тўлиқ жойлаштирилганидан кейин руҳсат берилади.

Ҳар бир турдаги қимматли қоғозга Миллий идентификация тартиб (номер) рақами берилади.

*Эмиссия натижалари тўғрисидаги ҳисобот ва маълумотларни очиб бериш*

Ҳар бир эмитент қимматли қоғозларини жойлаштирилиши тўғрисида ваколатли органга ҳар чоракда ва йиллик ҳисобот (белгиланган шакл ва муддатларда) тақдим этиши лозим.

Жадвал 2.4.1. Қимматли қоғозлар эмиссияси босқичларининг тавсифи

Қимматли қоғозларнинг турлари	Эмиссия босқичлари										
	Чиқариш тўғрисида қарор қабул қилиш	Эмиссия рисоласини тайёрлаш	Давлат рўйхатидан ўтказиш	Сертификатларни тайёрлаш	Ахборотни очиб бериш		Эмиссия тўғрисидаги ҳисоботни рўйхатга олиниш	Қимматли қоғозларни жойлаштириш			
		Эмиссия рисоласини	Эмиссия натижалари	Эмиссия натижалари тўғрисидаги ҳисоботни олиниш	Тарқатиш	Обуна бўлиш		Т			
	Акциядорлик жамиятини (АЖ) тузиш чоғида акцияларни давлат рўйхатидан ўтказиш уларни чиқариш натижалари тўғрисидаги ҳисоботни рўйхатга олиш билан амалга оширилади										
АЖ тузиш чоғидаги акциялар	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	
Ёпиқ усулда жойлаштириладиган акциялар	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	
Очиқ усулда жойлаштириладиган акциялар	+	+	+	+	+	+	+	-	+	-	
Очиқ усулда жойлаштириладиган облигациялар	+	+	+	+	+	+	+	-	+	-	
Конвертация йўли билан жойлаштириладиган қимматли	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	

қоғозлар										
----------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Эмитент қимматли қоғозларини эмиссияси чоғида маълум муддатларда инвесторларга қонун ҳужжатларида кўрсатилган маълумотларни белгиланган тартибда очиб бериши талаб этилади.

Давлат қимматли қоғозларини Вазирлар Маҳкамасининг қарори билан Молия вазирлиги ва Марказий банк чиқаради.

#### *Қимматли қоғозларнинг бозор муомаласи*

Давлат рўйхатидан ўтган эмиссияланувчи қимматли қоғозлар бирламчи бозорда жойлаштирилган вақтдан бошлаб уларнинг иккиламчи бозор муомаласи бошланади. Иккиламчи бозорда фақат қимматли қоғозларнинг эгалари ўзгаради ва бу жараённинг махсус инвестиция институтлари ва эмитент реестри томонидан ҳисоби юритилади.

#### *Қимматли қоғозларни сўндириши(муомаладан чиқариши)*

Қимматли қоғозлар қонунда белгиланган тартибда сўндирилади.

Акциялар қуйидаги ҳолларда муомаладан чиқарилиши мумкин:

- акциядорларнинг умумий йиғилиши қарорига асосан эмитентнинг тугатилиши ҳолида;
- жамиятнинг реорганизация (қўшилиши, ажралиши, бирлашиши, қайта ташкил этилиши) қилиниши ҳолида;
- қимматли қоғозларни майдаланиши, йириклаштирилиши, қайтариб сотиб олиниши, конвертацияланиши ҳолларида;
- суд қарори билан жамиятни тугатилиши ҳолида;
- агар жамият Уставида қимматли қоғознинг муомала муддати чекланган бўлса.

Эмиссияланувчи қимматли қоғозларнинг сўндирилиши уларни белгиланган тартибда аннуляция ва йўқ қилиш йўли билан амалга оширилади.

Давлат қимматли қоғозлари давлат томонидан белгиланган тартибда муомаладан чиқарилади.

Банклар ва бошқа ташкилотларнинг эмиссияланмайдиган қимматли қоғозлари уларни чиқариш шартларига асосан муддати тугагач белгиланган тартибда банк томонидан сўндирилади.

Қимматли қоғозларни сўндирилиши тўғрисидаги комиссия ҳужжати асосида улар давлат реестридан чиқарилади.

#### **Саволлар**

1. Қимматли қоғозлар эмиссияси стандарти нима учун керак?
2. Қимматли қоғозлар эмиссияси қандай ҳолларда ва усулларда амалга оширилади?
3. Қимматли қоғозлар эмиссияси қандай босқичларни ўз ичига олади?
4. Компаниялар акциялари ва облигациялари IPO механизми нима?
5. Қимматли қоғозлар турлари эмиссияси қандай давлат органлари томонидан тартиблаштирилади?
6. Қимматли қоғозларнинг бозор муомаласи нима?
7. Қимматли қоғозлар қандай сўндирилади?

#### **Топшириқлар**

1. Қимматли қоғозлар эмиссияси рисоласи (проспекти) лойиҳасини тузинг.
2. IPO лойиҳасини ўрганинг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

#### **2.5. Ҳосилавий қимматли қоғозлар механизми**

Ҳосилавий қимматли қоғозлар (яъни деривативлар, базисли қимматли қоғозлар) ўзининг ҳаёт циклида базавий қоғозларникига ўхшаш тарзда белгиланган тартибда эмиссиолди ишлари амалга оширилади, эмиссия рисоласи давлат рўйхатидан ўтказилади, иккиламчи муомалада бўлади

ва сўндирилади. Деривативлар нақд ва бланксиз шаклларда, эгасининг исми ёзилган ёки тақдим этувчига мулжалланган турда чиқарилиши мумкин. Улар класс ва серияларга бўлинади.

Дериватив классига деганда дериватив асосида бир турдаги базис актив ётиши тушунилади. Серияли дериватив деганда эса бир хил нархли ва муддатли бир классли дериватив тушунилади. Базис актив сифатида қуйидагилар бўлиши мумкин: товар, ҳом ашё, базавий қимматли қоғоз, валюта, индекс, бўлажак даромад, фоиз ставкаси, оби-ҳаво прогнози ва ҳ.к.

Деривативларни юридик шахслар чиқаради. Варрант билан бирга унинг базис активи бўлган қимматли қоғозлар ҳам чиқарилади.

Деривативнинг муомала муддати унинг базис активи муддатидан ошмайди. Бунда базис актив, унинг эмитенти ва сотилишининг параметрлари тўғрисида тўлиқ маълумот келтирилади.

Деривативларнинг асосийлари қуйидаги мазмунда бўлади.

## ОПЦИОН

сотишга (пут)

давлат рўйхати номер ива санаси                      серия \_\_\_\_\_  
кўчирма санаси " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ г.                      номер \_\_\_\_\_

---

(опцион эмитентининг номи, манзили, банк реквизитлари)

сотиш мажбуриятини олади\*

---

(опцион сотиб олувчисининг номи, манзили, банк реквизитлари)

ёки унинг ворисидан \*\*

базис активни:

тури (кўриниши, категорияси) \_\_\_\_\_

номинал \_\_\_\_\_

1 донасининг нархи \_\_\_\_\_

сони \_\_\_\_\_ дона.

эмитент \_\_\_\_\_

умумий баҳоси \_\_\_\_\_

кейинги муддат учун: (сана) " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ г.

Эмитент имзоси:

Корхона раҳбари \_\_\_\_\_ МП.

Бош бухгалтер \_\_\_\_\_

\* Эгасини исми ёзилган опционда кўрсатилади.

\*\* Цессия опционнинг орқа тарафида ёки қўшимча варақда – аллонжда кўрсатилади.

## ОПЦИОН

сотиб олишга (колл)

давлат рўйхати номер ива санаси \_\_\_\_\_ серия \_\_\_\_\_  
кўчирма санаси " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й. \_\_\_\_\_ номер \_\_\_\_\_

---

(опцион эмитентининг номи, манзили, банк реквизитлари)

эмитентдан сотиб олиш мажбуриятини олади\*

---

(опцион сотиб олувчисининг номи, манзили, банк реквизитлари)

ёки унинг ворисидан \*\*

базис активни:

тури (кўриниши, категорияси) \_\_\_\_\_

номинал \_\_\_\_\_

1 донасининг нархи \_\_\_\_\_

сони \_\_\_\_\_ дона.

эмитент \_\_\_\_\_

умумий баҳоси \_\_\_\_\_

кейинги муддат учун: (сана) " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й.

Эмитент имзоси:

Корхона раҳбари \_\_\_\_\_ МЎ.

Бош бухгалтер \_\_\_\_\_

\* Эгасини исми ёзилган опционда кўрсатилади.

\*\* Цессия опционнинг орқа тарафида ёки қўшимча варақда – аллонжда кўрсатилади.

## ФЬЮЧЕРС

сотишга

давлат рўйхати номер ива санаси \_\_\_\_\_ серия \_\_\_\_\_  
кўчирма санаси " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й. \_\_\_\_\_ номер \_\_\_\_\_

---

(опцион эмитентининг номи, манзили, банк реквизитлари)

сотиш мажбуриятини олади\*

---

(опцион сотиб олувчисининг номи, манзили, банк реквизитлари)

ёки унинг ворисидан\*\* базис активни:

тури (кўриниши, категорияси) \_\_\_\_\_

номинал \_\_\_\_\_

1 донасининг нархи \_\_\_\_\_

сони \_\_\_\_\_ дона.

эмитент \_\_\_\_\_

умумий баҳоси \_\_\_\_\_

бажариш муддати: (сана) " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й.

Эмитент имзоси:

Корхона раҳбари \_\_\_\_\_ МЎ.

Бош бухгалтер \_\_\_\_\_

\* Эгасини исми ёзилган опционда кўрсатилади.

\*\* Цессия опционнинг орқа тарафида ёки қўшимча варақда – аллонжда кўрсатилади.

**ФЬЮЧЕРС**  
сотиб олишга

давлат рўйхати номер ива санаси        серия \_\_\_\_\_  
кўчирма санаси " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й.        номер \_\_\_\_\_

---

(опцион эмитентининг номи, манзили, банк реквизитлари)

эмитентдан сотиб олиш мажбуриятини олади\*

---

(опцион сотиб олувчисининг номи, манзили, банк реквизитлари)

ёки унинг ворисидан \*\*  
базис активни:

тури (кўриниши, категорияси) \_\_\_\_\_  
номинал \_\_\_\_\_  
1 донасининг нарҳи \_\_\_\_\_  
сони \_\_\_\_\_ дона.  
эмитент \_\_\_\_\_  
умумий баҳоси \_\_\_\_\_

бажариш муддати: (сана) " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й.

Эмитент имзоси:

Корхона раҳбари \_\_\_\_\_ МЎ.  
Бош бухгалтер \_\_\_\_\_

\* Эгасини исми ёзилган опционда кўрсатилади.

\*\* Цессия опционнинг орқа тарафида ёки кўшимча варақда – аллонжда кўрсатилади.



**ЦЕССИЯ № \_\_**

Олди-сотти Шартномаси № \_\_\_\_\_  
" \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й. " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ йилдан.

\_\_\_\_\_  
(Цедентнинг номи (исми), манзили, банк реквизитлари (пасп.маълумотлари))

ўтиб беради,

\_\_\_\_\_  
(Цессионарийнинг номи (исми), манзили, банк реквизитлар (пасп.маълумотлари))

эгаллик ҳуқуқини сотиб олади \_\_\_\_\_  
(дериватив тури)

№ \_\_ серияси \_\_\_\_\_

Цедент имзоси:

Цессионарий имзоси:

\_\_\_\_\_  
раҳбар (исми)

\_\_\_\_\_  
раҳбар (исми)

\_\_\_\_\_  
бош бухгалтер (ташкilot учун)

\_\_\_\_\_  
бош бухгалтер (ташкilot учун)

М.Ў.

М.Ў.

Варрант опционнинг алоҳида тури ҳисоблананиб, у бўйича аввал эмиссия қилинган қоғозларга ва базис нарҳидан паст баҳода чиқариш мумкин эмас.

**ВАРРАНТ**

давлат рўйхати номери ва санаси  
кўчирма санаси " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й.

серия \_\_\_\_\_  
номер \_\_\_\_\_

---

(варрант эмитентининг номи, манзили, банк реквизитлари)

сотиш мажбуриятини олади

---

(варрант сотиб олувчисининг номи, манзили, банк реквизитлари)

ёки унинг ворисига қуйидаги қимматли қоғозларни:

қимматли қоғоз тури (кўриниши, категорияси) \_\_\_\_\_

номинал \_\_\_\_\_

1 донасининг нарҳи \_\_\_\_\_

сони \_\_\_\_\_ дона.

эмитент \_\_\_\_\_

умумий баҳоси \_\_\_\_\_

кейинги муддат учун: (сана) " \_\_ " \_\_\_\_\_ 200\_\_ й.

Эмитент имзоси:

Корхона раҳбари \_\_\_\_\_ МЎ.

Бош бухгалтер \_\_\_\_\_

Деривативлар рисоласини давлат рўйхатидан ўтказиш Марказ томонидан белгиланган тартибда ва муддатда амалга оширилади, шундан кейин дериватив рисоласи чоп этилади ва қоғозлар муомалада бўлиши мумкин.

Агар дериватив эмитенти банк бўлса, у ҳолда Марказий банк билан дастлабки тарзда келишилган ҳолда чиқарилади.

Сотиб олиш фьючерсини рўйхатдан ўтказиш учун эмитент белгиланган пул суммасини депонентлайди (масалан, умумий суммадан 20%).

Деривативлар муомаласи белгиланган тартибда амалга оширилади. Бунда опционлар биржа ёки биржадан ташқари бозорда муомала қилиши мумкин. Фьючерслар эса фақат биржа муомаласида бўлади.

Марказ деривативлар эмиссияси ва муомаласи жараёнларини назорат қилиб боради.

Клиринг палатаси деривативлар бўйича ўзаро ҳисобларни амалга оширади.

Деривативлар эмиссияланувчи қоғозлар сингари сўндирилади.

### **Саволлар**

1. Деривативлар мазмунан нимани англатади?
2. Деривативларнинг қайси турларини биласиз?
3. Деривативлар эмиссияси тартиби нимадан иборат?

### **Топшириқлар**

1. Деривативлар бланки шаклини расмийлаштиринг.
2. Деривативлар эмиссияси тартибини ифодаланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

## III-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНДИКАТОРЛАРИ ВА МОДЕЛЛАРИ

### 3.1. Молия бозори индикаторлари

Глобаллашув шароитларида индустриал ва ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётларининг ривожланиш босқичлари молия бозорлари ролини кескин ошиши билан белгиланади. Чунки молия бозорлари бу шароитларда жаҳон иқтисодиёти миқёсида на фақат молиявий оқимларнинг самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишини таъминламоқда, балки мамлакатлар иқтисодиётлари ва бозорларининг рақобатбардошилигини, шароитларга эгиловчан мослашиши, ҳавфсизлик даражасини, иқтисодий ўсиш ва ривожланиш суръатларини белгиламоқда (1.1 параграфга қаралсин). Айниқса молия тизими ва ундаги молия бозорининг рақобатбардошлилиги ҳар қандай мамлакат иқтисодий ривожланишининг асосий омилларидан ҳисобланади. Айнан глобаллашув шароитида молия бозорининг юқори даражадаги рақобатбардошлилиги иқтисодиётда модернизацилаш ва индустриал ўсишни таъминлаш учун инвестицияларни жалб қилиш бўйича кенг имкониятларни беради. Шу билан бирга ҳар қандай мамлакатнинг молия тизими ва бозори рақобатбардошлилиги уларнинг жавфсизлик, барқарорлик, жалбдорлилик ва риск даражасига бевосита боғлиқ. Чунки кўп жиҳатдан ушбу кўрсаткичларнинг юқори даражаси ички ва ташқи инвесторларнинг мамлакат бозорига нисбатан ишончини оширади, улар томонидан амалга ошириладиган инвестицияларнинг рисклилик даражасини пастлигидан далолат беради.

Маълумки, рисклилик даражаси тизимли, тармоқлар, инвестициялар жалб қилувчи эмитентлар ва инвесторларнинг рисклари йиғиндисидан ташкил топади. Молия бозорида намоён бўлувчи тизимли рисклар инвестиция қилиш тўғрисида қарор қабул қилишнинг муҳим компонентаси ҳисобланади. Ушбу рискларни ва юқорида айтилган кўрсаткичларни ҳамда уларнинг ҳавфсизлик чегаравий (критик) қийматларини баҳолаш эконо-метрик усуллар ва финансометрика<sup>16</sup> ёрдамида амалга оширилиши мумкин. Бунда кўп жиҳатдан иқтисодий ва молиявий ҳавфсизлик индикаторлари тизими ва уларнинг критик қийматлари (миқдорлари) назарда тутилади. Уларнинг бундай қийматларини ўз вақтида, олдиндан ва тўғри миқдорий баҳолай олмаслик ишлаб чиқариш ва такроран ишлаб чиқариш жараёнларига молия бозори орқали салбий таъсир кўрсатувчи ҳодисаларни келтириб чиқариши мумкин. Шунинг учун молия тизими ва бозорининг ҳавфсизлик, барқарорлик, рақобатбардошлилик, рисклилик ва жалбдорлилик индикаторларини билиш ва уларни баҳолаш ҳар қандай мамлакат иқтисодиётида муҳим аҳамиятга эга.

Макроиқтисодий ва макромаливий (жумладан, финансометрик) индикаторлар ёрдамида юқорида санаб ўтилган сифат кўрсаткичларини миқдорий баҳолаш, улар ёрдамида ифодаланувчи молия бозорига ҳос жараёнларни тадқиқ қилиш, ундаги тенденциялар динамикасини таҳлил қилиш, бозор мониторингини ўтказиш ва ундаги ижобий ва салбий ҳодисаларни прогноз қилиш, буларнинг

<sup>16</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Секьюриметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-473 с.

натижалари асосида пайдо бўлиши мумкин бўлган ҳавфлар ва диспропорциялар манбаларини (сабабларини) аниқлаш ва ўз вақтида уларнинг иқтисодиётга ва молия тизимига салбий таъсирини олдини олиш ёки даражасини олдиндан пасайтириш бўйича чора-тадбирларни ишлаб чиқиш мумкин. Бошқача қилиб айтганда, математик моделлаштириш ва прогноз қилиш методлари билан ҳамоҳанг бўлган индикаторларга (яъни иқтисодиёт учун муҳим бўлган молия бозорининг ҳавфсизлик, рақобат-бардошлилик, барқарорлик, рисклилиқ ва жалбдорлилик кўрсаткичларига) салбий таъсир этувчи сабабларни олдиндан аниқлаш, уларни пасайтириш ёки олдини олиш билан боғлиқ чора-тадбирларни ишлаб чиқиш ва амалга ошириш учун зарур бўлган вақт миқдори билан таъминлаш имконини беради.

Молия тизими ва бозорининг ҳавфсизлик, рақобатбардошлилик, барқарорлилик ва жалбдорлилик даражаларини бевосита ва билвосита миқдорий ифодаловчи индикаторларни куйидаги беш гуруҳларга ажратиш мумкин <sup>17</sup>:

1. Макромолиявий индикаторлар;
2. Иқтисодиётда жамғармалар ва инвестициялар нисбатини ифодаловчи индикаторлар;
3. Банк тизими фаолиятининг индикаторлари;
4. Нарх-наво индикаторлари;
5. Молия бозорини (ундаги ҳолат ва динамик жараёнларни) ифодаловчи индикаторлар.

Ҳар бир гуруҳга кирувчи индикаторлар 4-чи иловада келтирилган.

Юқорида келтирилган индикаторлар ва уларни баҳолаш натижаларини тизимли қайта ишлаб таҳлил қилиш асосида молия бозорини ҳавфсизлик, рақобатбардошлилик, барқарорлик ва жалбдорлилик даражаларини, ҳолати, тенденциялари ва муаммоларини, иқтисодиётдаги роли ва функциялари сифатини аниқлаш мумкин. Буларнинг барчаси молия бозорини ривожлан-тириш ёки такомиллаштириш бўйича истиқболлар ва устувор йўналишларни белгилашга ҳамда зарур ҳолларда оператив тарзда регулятив чора-тадбирларни ишлаб чиқиш ва бозор фаолиятини мувофиқлаштиришда ёрдам беради.

#### ***Саволлар***

1. Индикаторлар нимага керак?
2. Макромолиявий индикаторлар ёрдамида нималар ўлчанади?
2. Иқтисодиётда жамғармалар ва инвестициялар нисбатини ифодаловчи индикаторлар қандай ўлчанади?
3. Банк тизими фаолиятининг индикаторлари қандай ўлчанади?
4. Нарх-наво индикаторлари қандай ўлчанади?
5. Молия бозорини ифодаловчи индикаторлар қандай ўлчанади?

#### ***Топшириқлар***

1. Молия бозори индикаторларини 2-чи ва 3-чи иловалардаги маълумотлар асосида ўлчанг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **3.2. Жаҳон қимматли қоғозлар бозорлари индекслари**

#### ***Фонд индексларининг мазмуни. Улар нима учун керак?***

Фонд индекси – бу қимматли қоғозлар бозори ҳолатини баҳолаш кўрсаткичи бўлиб, содир бўлаётган макроиқтисодий жараёнларни комплекс ифодалайди. Иқтисодиётда инқирозлар содир бўлса, унинг миқдори пасаяди. Иқтисодий ўсиш даврида эса унинг миқдори ортиб боради. Шунинг учун фонд индексларини барча мамлакатларда иқтисодиёт ҳолатини умумлашган миқдорий кўрсаткичлари деб қабул қилинган. Яъни фонд индекси қандай-дир маълум бир сон бўлиб,

<sup>17</sup> Мальцева И.Г. Система индикаторов финансовой безопасности как основа для определения уровня системных рисков национальной финансовой системы.//Вопросы статистики, №5, 2006.-с.14-24.

қимматли қоғозлар бозорининг ҳолати сифатини тавсифлайди (ифодалайди). Ушбу сонни қандайдир бир вақтда ҳосил бўлувчи оддий бир сон деб қаралса, унда бу сон мазмунан ўзида ҳеч қандай айтирлик муҳим ахборотни мужассамлаштирамайди. Муҳими соннинг мазмунида эмас, балки унинг аввалги даврлардаги миқдорларини бир-бирлари билан солиштирма баҳолашдан ҳосил бўладиган натижалардир. Бу натижа-лар кетма-кетлиги асосида қизиқтирган вақт оралиғида қимматли қоғозлар бозори ҳолатини ижобий ёки салбий эканлиги тўғрисида аниқ миқдорий тасаввурга эга бўлиш мумкин. Лекин бу сонни ҳосил қилувчи қонуниятнинг математик шаклига қаралса, у ҳолда уни маълум бир мазмун-моҳиятдан келиб чиқишини, демак маъносиз оддий сондан фарқлилигини, кўриш мумкин. Шундай қилиб фонд индекси бир томондан мазмунан объектни – фонд бозоридаги қизиқтирган кўсаткичларини бир-бир билан боғлиқлиги қонуниятини математик шаклда ифодалайди, иккинчи томондан эса унинг бир неча вақт чераралари учун ҳисоблаб топилган қийматларини бир-бири билан солиштирилганда объектдаги ҳодисаларни қизиқтирган вақт оралиқларида ўзгариши тенденциялари динамикасини намоён қилади. Айнан шунинг учун ҳам фонд индекслари иқтисодиёт учун аҳамиятлидир.

Фонд индексларидан фойдаланувчиларнинг мақсадини оқловчи идеал фонд индекси қуйидаги асосий мақсадларга жавоб бериши лозим:

- фонд бозоридаги ҳолатни аниқ ва ўз вақтида ифодалаши;
- бозор тенденцияси йўналишини прогноз қилиш, таҳрик таҳлил усул-лари ёрдамида бозор ҳолатини башорат қилиш учун қулай ва яхши восита бўлиши;
- турли миллий фонд бозорларида йирик стратегик инвестициялар қилиш билан шуғулланадиган инвесторларга айнан қайси бир мамлакат бозорига қайси вақтда ўз сармояларини йўналтириши мумкинлиги тўғрисида тегишли қарор қабул қилиши учун ёрдам бериши;
- рискларни на фақат бозор доирасида, балки унинг алоҳида кўрсаткич-лари (масалан, фоиз ставкалари) бўйича хеджирлаш мақсадида фьючерс ва опцион шартномалар учун восита бўлиб хизмат қилиши;
- “ишончлилиқ-даромадлиқ” тоифаларида қимматли қоғозларнинг оптимал портфелини шакллантириш ва самарали бошқаришда қарор қабул қилиш учун асос бўлиб хизмат қилиши;
- индекс ёрдамида ифодаланувчи фонд бойликлари билан ёки уларнинг ўхшаш (корреляцияланувчи) бозорида ишловчи трейдер (ёки портфел бошқарувчиси ва ҳ.к.) олиши лозим бўлган даромаднинг минимал базавий миқдорини кўрсатиши;
- муайян компаниялар бошқарувчиларининг иш сифатини тармоқлар ва умуман бозор бўйича ўртача қийматлари сифати билан солиштирма баҳолаш воситаси бўлиб хизмат қилиши;
- индекс портфелида келтирилган инструментлар муомалада бўлувчи мамлакат бозорида уни тартиблаштирувчи органлар фаолиятини тавсифлаши, иқтисодий ҳолат ва инвестицион муҳитни акс этиши керак.

Фонд индекслари уларни биржада ёки биржадан ташқари (нобиржавий) бозорда қўлланилишига қараб, мос равишда биржа индекслари ва биржадан ташқари бозор индекслари бўлиши мумкин.

Индекслар қимматли қоғозлар турини танлашга боғлиқ бўлган, уларни ҳисоблаб топишда қўлланиладиган маълумот бўйича, умуман қимматли қоғозлар бозори, қимматли қоғозлар турларининг гуруҳлари бозори, иқтисодиётнинг қандайдир тармоғига оид қимматли қоғозлар бозори ҳолатини ифодалаши мумкин. Бу индекслар тенденцияси динамикасини солиштириш у ёки бу тармоқ ҳолатини умуман иқтисодиётга нисбатан қандай ўзгаришини кўрсатиши мумкин.

Индекслар ахборот агаентликлари ва фонд биржалари томонидан ҳисоблаб топилади ва мунтазам очик равишда чоп этилиб борилади.

Индекслар молиявий инструментларнинг турли ҳиллари учун ишлаб чиқилган, масалан, акцияларга, қарз муносабатларини мужассамлаштирувчи қимматли қоғозларга, ҳорижий валюталарга ва ҳ.к. Уларнинг ичида акция индекслари энг номдорлиси ҳисобланади.

Фонд индексларининг кўп қисми икки гуруҳдан бирига, яъни капита-лизациялашган ва нарҳли индексларга, мансубдир.

Капитализациялашган индекслар компанияларнинг умумий капитализация даражасини ўлчайди. Уларни ҳисоблаб топишда компанияларнинг акциялари тўғрисидаги маълумотлар қўлланилади. Индекснинг ҳисоблаб топилган қийматлари маълум бир базавий санага нисбатан меъёрлаш-тирилади.

Таъкидлаш жоизки, компаниянинг капитализацияси деганда, унинг муомаладаги акциялари сонини бозор баҳосига кўпайтмаси тушунилади.

Капитализациялашган индексларга *Standard and Poor's (S&P-500, S&P-400)*, Нью-Йорк фонд биржасининг йиғма ва бошқа шу каби индекслари киради. Ғарб мамлакатлари қимматли қоғозлари бозорининг кўпчилиги индекслари шу тоифага мансуб.

Нарҳли индекслар, ёки бошқача қилиб айтганда, нарҳга мутаносиб вазнлаштирилган индекслар. Улар индекснинг базавий рўйхатига кирган компания-лар акцияларининг ўрта арифметик баҳоси кўринишидаги формула асосида ҳисобланиб топилади. Бундай индексларга, масалан, Доу Джонс (*Dow Jones*) саноат ва бошқа турдаги индекслари, индекс Токио фонд биржаси индекси – *Nikkei-225*, Америка фонд биржасининг асосий индекси – *AMEX* ва шуларга ўхшаш бошқа индекслар.

Ҳозирда индекслар деривативлар учун базис актив сифатида қўлланил-моқда (Доу Джонс саноат индексидан ташқари, чунки у «*Dow Jones & C<sup>o</sup>*» компанияси томонидан бу мақсадларда, яъни фьючерс ва опционлар базиси сифатида, тақиқланган). Бундай базисли деривативлар қимматли қоғозлар бозори қатнашчиларига турли инвестицион стратегияларни амалга ошириш, операцияларни хеджирлаш, спекулятив ўйинларда фаол иштирок этиш ва ҳ.к. имкониятларини беради.

### ***Индексларни ҳисоблаш методологияси***

Қимматли қоғозлар бозори индексларини ҳисоблаш методологиясини кўришда куйидаги саволларга жавоб топиш лозим:

- фонд индекслари қайси формулалар ёрдамида ҳисобланиб топилади;
- фонд индексларини ҳисоблашда фойдаланиладиган информация қандай талабларга жавоб беради;
- информация таркиби ўзгарганда ёки қандайдир корпоратив воқеалар содир бўлганда фонд индексларини ҳисоблаш формулаларига қандай қилиб тузатишлар киритилади.

Индекс “моделини” куришнинг умумий ва тан олинган методикаси куйидагича:

1. Бозор танлаб олинади. Бозор сифатида одатда алоҳида олинган савдо майдончаси (тизими) ёки қандайдир регион (мамлакат) бозорида муомалада бўлган қимматли қоғозлар тўплами қабул қилинади.

2. Индекс листингига киритиш учун қимматли қоғозлар саралаб олинади. Индекс эгаси бўлган индекс-компания бозорнинг нуфузлилигини (репрезентативлилигини) ифодаловчи аҳамиятга сазовор бўлган қимматли қоғозларни саралаб олишни мақсад қилиб қўяди. Бунда қимматли қоғозларнинг бошқа параметрлари ҳам ҳисобга олинади, масалан, уларнинг ичида энг асосийси сараланган қоғозларнинг ликвидлиги даражаси. Одатда танлаб олинган савдо тизимининг индекси листингига ушбу савдо майдончасида муомалада бўлувчи барча қоғозлар киритилади.

3. Индексни ҳисоблаш учун керак бўлган параметрларни етказиб берувчи информацион шериклар танланади. Одатда савдо майдончалари ёки реал битимлар бўйича ахборот агентликларининг маълумотлари ишлатилади.

4. У ёки у қимматли қоғозларни индексга қилган таъсирини аниқлаш учун қимматли қоғозларни “мутаносиб вазнлаштирилади”. Одатда методика сифатида бозор капитализациясининг мутаносиблик тамойили (принципи) қўлланилади. Бу принципга асосан, қимматли қоғоз бозор учун шунчалик аҳамиятлики, қачонки унинг жами бозор капитализацияси даражаси юқори бўлса, ва аксинча – паст бўлса.

5. Индексни бевосита икки методикага асосан ҳисоблаш мумкин.

1) “*Бевосита ҳисоблаш методикаси*”. Ушбу методика бўйича индекс вақтнинг ҳар бир давридаги (моментидаги) котировкалардан шу вақтнинг моментида (даврида) келиб чиққан функциянинг натижасига тенг. Масалан, базавий формула сифатида ўртача вазнлаштирилган арифметик қиймат танлаб олинса, вақтнинг ҳар бир моментидаги индекс =  $\frac{\sum P \times V}{\sum V}$ . Бунда:  $P$  – индекс листингига киритилган барча акциялар нарҳи;  $V$  – уларнинг (акцияларнинг) вазн коэффициенти;  $x$  – кўпайтирув белгиси;  $/$  - бўлув белгиси.

Агар вазн коэффициентлари 1 (бирга) тенг бўлса, унда Доу Джонс индексларини ҳисоблаш билан боғлиқ ҳолатни кўришимиз мумкин, яъни бунда индекс листингга киритилган барча акциялар нарҳлари суммасини листингдаги акциялар сонига бўлган бўлинмасига тенг. Индекс ҳисобланганидан кейин кўпинча уни мувофиқлаштирувчи коэффициентга кўпайтирилади (ёки бўлинади).

2) “*Индексли ҳисоблаш методикаси*”. Ушбу методика бўйича вақтнинг ҳар бир давридаги (моментидаги) виртуал портфелнинг жами баҳоси акциялар котировкаларидан шу вақтнинг моментида (даврида) келиб чиққан функцияси деб ҳисобланади. Олинган қийматни шунга ўхшаб индексни ҳисоблашнинг бошланғич вақтига бўлган даврга олинган виртуал портфел баҳосига бўлинади ва уни олдинги қийматига кўпайтирилади (ёки портфелнинг олдинги қийматига бўлинади ва индекснинг олдинги қийматига кўпайтирилади). Индекснинг қийматини мувофиқлаштириш учун шунга ўхшаш методика қўлланилади.

Индикатор қайси методика бўйича ҳисобланишидан катъий назар, агар у мавжуд фонд индекслари таърифларга тўғри келса, унда у фонд индекси деб номланиши лозим.

Шундай қилиб, ҳозирги вақтда шаклланган индекс ҳисобланишининг умумий методикаси унинг бошланишида таклиф этилган методикадан кам фарқланади. Бироқ барча индекслар ўзларига хос бўлган хусусиятларга эга.

### ***Индексларни танлаш масаласи***

Олдин индекслар нечта бўлиши мумкун деган саволга жавоб бериш лозим. Индекс листингига умумий белгиларга (умуман олганда белгилар ҳисобсиз бўлиши мумкин) эга фонд инстурметлари киритилиши мумкин бўлганлиги учун, мос равишда индекслар ҳам чексиз миқдорда бўлиши мумкин. Бунда фақат иккитадан кам бўлмаган фонд бойлигининг мавжуд-лиги ягона чеклов бўлиши мумкин, чунки фақат биргина фонд бойлигини мавжудлиги ҳолати салбий (маънога эга эмас) ҳисобланади.

Агар индексни ҳисоблашнинг ҳам “вазнлаштириш” ва ҳам “динамика” методикаларини турли усулларга асосланиши мумкинлигидан келиб чиқилса, унда индексларнинг сонига чекловлар йўқлиги маълум бўлади.

Нечта индекс бўлиши керак деган савол ҳам соддадир. Чунки ҳозирда индекслардан иқтисодийда кенг фойдаланилиб келиниши объектив зарурат ва барча истемолчиларига аҳамиятли эканки у доимо керак бўлади ва яшайди.

Мухими индекс қандай бўлиши лозим? Ким ундан норози бўлса, ёки қоникмаса янгисини танлашга имконияти бўлиши лозим. Ёки индекснинг қайси бирини таҳлил қилиш учун танлаш лозим? Агар юқорида келтирилган фонд индексларига мурожат этилса, унда бир хил бозорлар ҳолатини акс этувчи ва ўхшаш методикаларга асосланган жуда кўп индексларни кўриш мумкун.

Кореляцияси бирга тенг индекслар гуруҳидан фақат биттаси муҳимдир, қолганлари маълумот олиш нуқтаи назардан аҳамиятга эга эмас, улар йўқ бўлиб кетиши мумкун деган фаразлар вужудга келиши мумкин.

Бунда ҳато қилмаслик ва таҳлилдан муҳум бўлган индикаторни назардан қолдирмаслик муҳум аҳамиятга эга. Масалан, вақтнинг маълум даврларида Россия фонд бозори индекслари NASDAQ индекси билан корреляцияланиши (унга мос келиши) ҳолатлари ҳам бўлиб туради. Аммо бунинг муносабити билан РТС индексидан воз кечиш лозим деган маъно келиб чиқмайди. Шунинг учун индексни аниқ танлаш учун узоқ вақт мобайнидаги даврларни (муддатларни) таҳлил қилиш зарур.

Айтиш жоизки, баъзи индекслар маълум вақтларда истеъмолчилар томонидан талаб қилинади ёки вақтинчалик талаб қилинмайди. Бундай талаб фонд бозорининг қайси жиҳатларини акс этувчи индикаторларга маълум вақтда истеъмолчилар томонидан қизиқиш бор ёки йўқлигига боғлиқ. Лекин ўта ривожланган фонд бозорларида барча индексларга ҳаминша талаб мавжуд, шунинг учун ҳам индексларнинг турлари ва сони ҳаддан ташқари кўп. Бундай ҳолат ҳар бир истеъмолчига ўзининг талаби ва мақсадларига жавоб берувчи индексларни эркин равишда топиши ва фойдаланиши имкониятини беради.

Фонд индексларига оид бошқа материаллар 5-чи иловада келтирилган.

#### **Саволлар**

1. Фонд индекси нима ва у нима учун керак?
2. Фонд индексларининг қандай турларини биласиз?
3. Фонд индекслари қандай ҳисоблаб топилади?
4. Индекслар қандай корреляцияланади?

#### **Топшириқлар**

1. Тасикс индексини ўзгариш динамикасини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **3.3. Молия бозорининг жаҳон амалиётидаги моделлари**

Жаҳон амалиётида молия бозорининг *англо-саксон, континентал* (“*Рейн капитализми*”), *уларни гибриди, ислом* моделларини ажратиш мумкин. Бу моделларнинг барчаси ушбу китобнинг I-чи бобида келтирилган молия бозорининг назарий-концептуал моделларига асосланади. Маълумки, улар қайси мамлакатга оид эканлиги, уни ривожланганлиги даражаси, ундаги жамият томонидан танланган ижтимоий-иқтисодий модел ва мавжуд менталитетга (традицияларга) ҳамда улардаги омилларнинг (ички ва ташқи) таъсири қонуниятлари ва даражаси ҳамда бошқа белгиларга қараб фарқланади. Лекин моделларнинг барчаси қайси мамлакатда бўлишидан қатъий назар ўзларининг иқтисодиётдаги ва глобаллашув шароитларидаги роли ва функцияларини маълум даражада бажаради. Масалан, индустриал мамлакатларда молия бозорининг асосан англо-саксон ва (ёки) континентал моделлари бўйича тузилганини, кўпчилик ривожланаётган мамлакатларда эса гибрид ёки англо-саксон ёки континентал (германча) моделни, мусулмон давлатларида – ислом моделини кўриш мумкин. Жумладан, ўтиш иқтисоди-ётига мансуб давлатларда кўпроқ гибрид моделни кузатиш мумкин, аммо уларнинг инфратузилмаси самарадорлиги бўйича индустриал мамлакатлар моделларига ҳозирча тенглаша олмайди. Бунда айтиш жоизки, бу мамлакатларда молия



бозорларининг шаклланиши хусусиятлари кўп жиҳатдан улардаги таъсир этувчи омилларга<sup>18</sup> ва мавжуд ривожланиш шароитларига боғлиқлигини кузатиш мумкин.

Умуман олганда ҳар қандай мамлакатнинг молия бозори модели унда ташкил топган мулкчилик тизими тузилмаси ва таъсир этувчи фундаментал омиллар асосида шаклланган ва ривожланиб боради.

Ҳозирда мавжуд моделларнинг ичида энг ривожланаган, ҳажмли ва мукаммали англо-саксон модели ҳисобланади.

Молия бозори моделларини икки гуруҳга ажратиш мумкин:

1) молиялаштиришнинг қарз усулини (қарз муносабатларини ўзида мужассамлаштирувчи молиявий инструментлар ёрдамида) улуш киритиш усулидан (акциядорлик капиталини ифодаловчи қимматли қоғозлар) устунлиги билан тавсифланувчи модел (бунда йирик институционал инвесторлар устун);

2) молиялаштиришнинг улуш киритиш усулини қарз усулидан устун-лиги билан тавсифланувчи модел (бунда акциялар бозори тармоқий тузилмага эга, чакана майда инвесторлар устун).

Молия бозори моделларини назариян қуйидаги белгилар негизида ажратиш мумкин:

- мамлакат иқтисодиёти моделини тузилиши;

- мамлакат аҳолисининг традицион маънавий бойликлари уклади.

Ҳар иккала белги асосида моделлар тавсифини алоҳида кўриб чиқамиз.

### ***1. Мамлакат иқтисодиёти моделини тузилишига асосланган молия бозори моделлари***

*Марказлашган (директив) иқтисодиётга ҳос молия бозори модели.* Директив иқтисодиёт пул оқимлари ва ҳалқаро капиталлар бозорларига интеграциялашуви нуқтаи назаридан ёпиқ ҳисобланади. Мисол тариқасида собиқ Совет Иттифоқини келтириш мумкин. Бундай иқтисодиётнинг асосий шиорлари марказлаштиришга қаратилган бўлиб қуйидагиларни англатади: “молиявий барқарорлаштириш”, “пул ресурсларини конвертациялаш”, “спе-куляцияни йўқ қилиш”, “инқирозга юз тутган тармоқларни давлат томонидан қўллаб-қувватлаш”, “пул оқимларини оптималлаштириш”, “ягона партиянинг ҳукмронлиги ва йўлбошчилиги”. Булардан асосий мақсад – давлатга тегишли “бўйруқбозлик директив чўққиларни” кучайтиришдан иборат. Натижада, марказлашган иқтисодиётда давлат мулки, марказлашган тарзда хўжалик қарорларини қабул қилиш, монобанк тизими ҳукмрон бўлади. Монобанк тизимида барча пул ресурслари ва молия-кредит муносабатлар давлатлаш-тирилади. Умуман олган марказлашган директив иқтисодиётда эркин “молия бозори” бўлмайди, чунки уни давлат учун кераги бўлмайди. Лекин шунга қарамасдан давлатнинг nobozor облигациялари (узок муддатли, белгиланган нарҳли, фоизли, ютукли) давлат ҳаражатлари мақсадларида муомалага чиқарилгани билан, облигациялар бозори тўғрисида гапириш мумкин эмас.

Иқтисодий ўсиш пул маблағларини марказлашган тарзда давлат манфаати учун қайта тақсимлаш, бюджет инвестицияларини тақсимлаш, режали пул эмиссияси ва инфляция эвазига белгиланади. Барчаси давлатга тегишли бўлган иқтисодиёт субъектларининг ортиқча пул маблағлари бюджет ҳаражатларини қоплашга йўналтирилади.

*Фундаменталистик (диний) иқтисодиётга ҳос молия бозори модели.* Бундай иқтисодиётнинг эркин намоёндаси Эрон Ислом Давлати ҳисоб-ланади (шу туфайли у ҳақда гап юритамиз). Бу давлат Ислом дини идеоло-гиясига асосланган ривожланишнинг алоҳида миллий йўлига қаратилган

<sup>18</sup> Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.- М.: Альпина Паблицер, 2002.-с.144-168.

бўлиб, жаҳон бозори ва индустриал мамлакатлардан ажралган ҳолда молия бозори моделини шакллантирган ва ривожлантириб келмоқда. Унинг иқтисодий ёпиқ ҳисобланади.

Бундай иқтисодийнинг молия соҳасида бюджет ва Марказий банкнинг роли гипертрофирлашган, устувор тармоқларни дотацион кредитлаш ва бюджет томонидан молиялаштириш ҳукмронлик қилади, фоиз ставкаларини субсидиялаш, кредит ресурсларини марказлашган тарзда тақсимлаш, муам-моли активлар ва инфляцияни ўсиши каби ҳолатлар ҳукмронлик қилади. Натижада молия бозори банк кредитлари томонидан эзилиб сиқиб чиқарилган, унда майда чакана инвесторлар йўқ. Умуман олганда молия бозори инфратузилмаси ривожланмаган, ҳудудий секторларга бўлинган, капитализация даражаси паст, рисклар даражаси баланд, молия-банк тизими паст даражада ривожланган. Диний эътиқод ва ёпиқ иқтисод бўлганлиги сабабли облигация, валюта ва деривативлар бозорлари йўқ. Акциялар бозорида асосан ҳукумат агентлари ҳисобланган институционал инвесторлар ёки давлат банклари фаолият юритади.

*Либерал иқтисодийга ҳос молия бозори модели.* Маълумки, либерал иқтисодий ижтимоий ва иқтисодий ҳаётга давлатнинг чекланган аралашуви, бозор муносабатлари соҳасини кенглиги, давлат мулкни қисқариши, бозорларни рақобат учун очиқлиги, бозор фаолиятига турли чеклашларни камлиги, нарх-наво ва фоиз ставкалари устидан административ назоратни кучсизлиги, божхона божларини пастлиги, марказлашган дотациялаш соҳаси ва субсидияланадиган кредитларни қисқариши ва ҳ.к. билан характерланади. Либерал иқтисодий молия бозорининг турли модел-ларида мавжуд (англо-саксонск, германо-француз, япон, швед, фин, испан ва ҳ.к.) бўлиб, уларда давлатнинг роли, мулкчилик тизими тузилмаси, реал секторни молиялаш-тириш ва ҳаказолар фарқланади. Бундай шароитларда индустриал мамлакат-ларнинг молия бозорлари очиқлиги, юқори даражада ривожланганлиги, глобаллиги билан характерланади. Ривожланаётган мамлакатларнинг молия бозорлари эса ривожланишнинг тез суръатларига эришган бўлсаларда, ривожланган мамлакатларнинг бозорларига очиқлиги ва глобаллиги бўйича нисбатан пастроқ поғонада турадилар. Бунга сабаб, ривожланаётган мамла-катларнинг юқорида кўрсатилган ривожланиши хусусиятлари ва шароитларидир.

*Кўп укладли иқтисодийга ҳос молия бозори модели.* Ҳар қандай мамлакат иқтисодийида юқорида келтирилган моделларнинг элементлари (унсурлари) мавжуд бўлиб, улар молия бозорининг роли ва функцияларини маълум даражада чеклаши ёки кенгайтириши мумкин. Масала шундаки, қандай модел қайси мамлакатда устуворлик қилади.

Иқтисодийнинг кўпукладлилиги айниқса ўтиш иқтисодийига мансуб мамлакатларда (масалан, Марказий ва Шарқий Европа ва МДҲ мамлакат-ларида, Монголия, Хитой ва жумладан Ўзбекистонда) намоён бўлган. Бу мамлакатларнинг иқтисодийлари ва молия бозорлари моделларини ўтиш даври шароитларида бир ҳил бўлиши мумкин эмаслиги аниқ. Иқтисодий моделлари эклектикдир. Бунга сабаб, уларда ўтиш даври билан боғлиқ кўп муаммолар ханузгача мавжудлиги. Масалан, мулкчилик тузилмасини шакл-ланиши, сиёсий ва идеологик ўзгаришларни ниҳоясига етмаганлиги, ички бозорни очилишида ташқи рақобатнинг кучлилиги, бозорни юқори волатил-лиги ва ҳ.к. Унда доминантлар кам намоён бўлган, протекционизм ва давлат-нинг роли кучли, директивлиликдан очиқ бозор иқтисодийига ўтиш жараёни циклик (даврий) характерга эга. Бу жараёнда фундаменталистик ва шовинис-тик ғояларга оғишлар, алоҳида миллий тус берилган ривожланиш йўлини тарғибот қилиш, алоҳидалик каби рисклар ва ҳолатлар мавжуд бўлади. Иқтисодийнинг кўпукладлилиги молия бозорига кескиш таъсир кўрсатади.

*Ривожланаётган ва ўтиш иқтисодийига мансуб мамлакатларга ҳос молия бозорининг гибрид (аралаш тузилмалли) моделлари.* Бундай моделларда асосан кўпукладли иқтисодийга ҳос муаммолар мавжуд бўлади. Иқтисод-чилар бу муаммоларни пайдо бўлишини ушбу мамлакатларда

турлича олиб борилаётган иқтисодий ислохатлар натижалари ва уларга таъсир этувчи кўпгина омиллар билан боғлайдилар. Муаммоларнинг ичида сезиларлиси – акциядорлик капиталида мулкчилик тузилмасини шаклланиши жараёни ҳисобланади. Бу жараёнда акцияларнинг катта пакети асосан давлат, ҳори-жий стратегик инвесторлар, компания меҳнат жамоаси, аффилиор шахслари ва администрациясида мужассамлашиб қолади. Натижада компаниянинг корпоратив бошқарув механизми, инвестицион ва эмиссион сиёсатлари самарасизлашади, молия бозорида эса кўпроқ молиялаштиришнинг қарз усулини улуш киритиш усулидан устунлиги устувор характерга эга бўлади, акциялар бозори сустривожланади.

Марказий ва Шарқий Европа мамлакатлининг кўпчилигида молия бозори континентал моделга мослашган бўлиб, уларда асосан банклар катта роль ўйнайди. Бошқаларида эса англо-саксон ва континентал моделларнинг элементлари аралаш мавжуд.

Молия бозорининг аралаш моделини 55-дан ортиқ мамлакатда кузатиш мумкин: Исроил, Иордания, Хитой, Корея, Ливан, Оман, Тайвань, Намибия, Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Словакия, Словения, Туркия, Хорватия, Чехия, Эстония, собиқ Югославия давлатлари, Боливия, Кайман Ороллари, Уругвай, Чили, Озёрбайжон, Арманистон, Беларуссия, Украина, Казоғистон, Ўзбекистон кабилар.

Ҳорижий банкларнинг шўъба компаниялари иштирок этувчи аралаш брокерлик бозорларга 12 мамлакатни киритиш мумкин: Хиндистон, Покистон, Таиланд, Филиппин, ЖАР, Греция, Руминия, Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Мексика, Перу.

Ҳорижий банкларнинг шўъба компаниялари иштирок этмайдиган аралаш брокерлик бозорларга 15 мамлакатни киритиш мумкин: Қувайт, Бахрейн, Малайзия, Монголия, Шри-Ланка, Ботсвана, Гана, Кипр, Македония, Бермуд Ороллари, Колумбия, Сальвадор, Эквадор, Ямайка.

## ***2. Мамлакат аҳолисининг традициялари ва маънавий бойликларига асосланган молия бозори моделлари***

*Англо-саксон традицияларига асосланган молия бозори моделлари.* Англо-саксон традицияларида (ёки “протестан капитализми” традицияларида) тарбияланган молия бозори қатнашчилари рисклар ва ҳатти-ҳаракатларга нисбатан прагматик, иқтисодий индивидуализм, давлатга ва йирик компания-ларга нисбатан камроқ назоратли бўладилар.

АҚШ ва Буюкбритания молия бозорлар қатнашчилари эса Германия ва Япониядагилардан фарқли консервативлик даражаси камроқ ва рискларга кўпроқ мойил. Буларнинг барчаси англо-саксон модели асосидаги молия бозорларини либераллигини, очиклигини, фаоллигини, аммо кризисларга таъсирчанлигини белгилайди.

*Ислом традициясига асосланган молия бозори модели.* Бу традиция ислом молияси шаклида намоён бўлади. Унда молия бозори қатнашчилари томонидан Ислом дини кўрсатмаларига ва “ҳаром” тушунчасига риоя қилинади. Исломий молия институтлари олдиндан белгиланган фоиз даромад олишлари ва спекулятив операциялар бажаришлари мумкин эмас, улар фақат улушлар ва ижара асосида иштирок этишлари, мулкни насияга сотиб олиш ва сотиши мумкин. Пул ресурсларини жалб қилиш учун депозитлар ўрнига акциялар, инвестиция фондлари, фоиз тўловлари олдиндан белгиланмаган жамғарма ва инвестиция счетлари (банклар билан шериклик асосида), фоизли облигациялар ўрнига дисконли облигациялар қўлланилади (дисконтани устама ҳақ сифатида белгилаб). Натижада Покистон, Бахрейн, Қувайт, Индонезия, Эрон, Малайзия молия бозорларида облигациялар (фоизлиси “рибо”, яъни “ҳаром” ҳисобланади) ва деривативлар (қиморга ўхшаганлиги учун) сегментлари мавжуд эмас. Покистонда устамали (муҳроб) давлат облигациялари маҳсус инвестиция фондлари улушларига конвертациялан-тирилади ва ушбу фондлар орқали

лойихавий молиялаштиришга асосланиб ҳукумат молиялаштирилади. Ҳалқаро статистикада қарз муносабатларини мужассамлаштирувчи қоғозлар бўйича ислом мамлакатлари келтирилмайди.

Кўпинча бозор инструменти бўлмаган “улушли иштирок қоғозлари” (*participation paper*), “шериклик қоғозлари” (*partnership paper*) чиқарилиб, улар бўйича инвесторлар маблағларини конкрет лойиҳаларга (уй-жой, йўллар, касалхоналар ва шу қабиларга асосланган) марказий ва маҳаллий ҳокимият-лар билан биргаликда “Биргаликда молиялаштириш” (“Биргаликда иштирок этиш”) асосида йўналтирадилар. Бу эса Ислом дини томонидан маъқулланади ва молиялаштиришнинг “Ислом” шакли дейилади.

Молия бозорини исломийлаштириш уни соддалашувига, банкларнинг ролини ошишига, йирик оилавий инвесторларни кўпайишига, депрессив ҳолатга тушишига, кўп сонли чакана ва йирик ҳорижий инвесторларнинг, деривативлар ва фойзли облигациялар сегментларини йўқлигига олиб келди.

*Япон традицияларига асосланган молия бозори модели.* Ушбу традиция қуйидагиларда намоён бўлади:

- инсонларни поғоналикка интилиши, ўзидан юқори поғонада турган шахсга содиқлик (давлат тузилмаси ёки бизнесда);
- бир компанияда ўтироқлик (бутун ҳаёт мобайнига ёлланган тизими);
- васийликка муҳтожлик;
- персонал манфаатларини акциядорларникидан юқори қўйиш («корпорация-оила», сезиларли ошиб борувчи меҳнат ҳақи ва ижтимоий тўловлар тамойили асосида);
- яққол коллективизм, жамиятга ўта тобелик, ўзини моддий чеклаш («ҳалол камбағаллик», ишга фидоийлик этикаси), Японияни дунёдаги алоҳида миссиясини ошириш;
- англо-саксон традициясидан фарқли, аҳолининг юқори даражадаги жамғарма нормаси.

Молия бозорининг Япон моделини АҚШ моделидан кейинги ўринга қўйиш мумкин. Уларнинг иккаласи исломий молия бозорларидан устун.

*Германия традицияларига асосланган молия бозори модели.* Диний эътиқодларнинг фарқлилигига қарамадан, Германия ва Япония моделлари-нинг ўхшаш тарафлари мавжуд. Сабаб, бу мамлакатларда аҳолининг иқтисо-дий қарашлари кўп жиҳатдан мос келишидир. Германия ҳалқи бошқалардан фарқли бир мунча хусусиятларга эга бўлиб, уларга қуйидагиларни киритиш мумкин:

- практицизм, иерархиклик, ўта меҳнатқашлик, ижтимоий ҳимояга, рисксизликка ва жамғармага мойиллик. Англо-саксон моделида эса мобилликка, ихтирочиликка, рискчиликка, оппортунизмга, агрессивликка, ўзгаришларга мойиллик кўпроқ сезилади;
- компания раҳбарияти томонидан персонал манфаатларини акциядорларникидан юқори қўйилиши, компания менежментини акциялар курсини ва улар бўйича юқори дивидендлар тўловларини оширишга йўналганлиги. Бунда корпоратив бошқарувнинг германча моделида кўпроқ компаниянинг манфаатлари акциядорларга хизмат кўрсатишдан устун қўйилган. Корпоратив бошқарувнинг англо-саксон моделида эса корпорация ва акциядор тушунчалари, уларнинг манфаатлари ва ҳуқуқлари бир бирига тенглаштирилган.

Германия моделида акциялар бозори устун эмас, кўпроқ қарз муносабатларини мужассамлаштирувчи белгиланган фойзли қоғозлар ва суғурта полислари аҳолини қизиқтиради. Германия молия бозорида банкларнинг ўрни традицион ҳисобланади.

Юқорида келтирилган жаҳон амалиётидаги молия бозори моделлари фаолият самарасини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган аналитик маълумотлардан кўриб, бир-бирлари билан миқдорий солиштириш асосида маълум хулосаларга келиш мумкин.

### ***Саволлар***

1. Молия бозорининг англо-саксон модели мазмуни нимадан иборат?
2. Молия бозорининг континентал модели мазмуни нимадан иборат?
3. Молия бозорининг аралаш (гибрид) модели мазмуни нимадан иборат?
4. Молия бозорининг ислом модели мазмуни нимадан иборат?
5. Молия бозори моделларини қайси белгилар бўйича таснифлаш мумкин?

#### **Топшириқлар**

1. Молия бозори моделларини ҳар бир тасниф белгиси бўйича тавсифланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **3.3. Ўзбекистон молия бозорининг модели**

Ўзбекистоннинг молия бозори мамлакатда жадал суръатларда кенг кўламли ва босқичма-босқич амалга оширалаётган ислохотларнинг махсули сифатида намоён бўлган реаллик ҳисобланиб, ўзининг такомиллашиш ва ривожланиш йўлига эга. Уни ривожланиши қонуниятлари ва хусусиятлари ўтиш даврига мансуб бўлган Ўзбекистоннинг танлаган ривожланиш моде-лига асосланган. Ҳозирда ҳар қандай ўтиш иқтисодиётига мансуб мамлакат-лар сингари Ўзбекистон учун асосий муаммолар – ишлаб чиқаришни модер-низациялаштириш, инвестицияларни жалаб қилиш ва индустриал ўсишни таъминлашдир<sup>19</sup>. Бу муаммоларни ечишда миллий молия бозорининг роли ва функциялари катта аҳамиятга эга. Чунки, жаҳон амалиётидан маълумки, айнан молия бозори миллий иқтисодиётнинг халқаро миқёсда рақобатбар-дошлиги, ҳавфсизлиги ва барқарорлигини таъминлаш учун инвестицияларни жалб қилиш, реал секторни модернизациялаш, ишлаб чиқаришда ва умуман иқтисодиётда ўсишни рағбатлантириш мақсадида молиявий ресурсларни жалб қилишнинг самарали механизмидир.

Айтиш жоизки, молия бозорининг очиклиги, жалбдорлиги, барқарор-лиги, умуман юкори даражада ташкиллашганлиги ва ривожланганлиги миллий иқтисодиётнинг халқаро миқёсда рақобатбардошилиги ва самарадор-лигини ифодалайди. Барча мамлакатларнинг шундай ҳоссаларга эга бўлган молия бозорлари инвестициялар мақсадида молиявий ресурсларни қайта тақсимлаш ва савдо фаоллигини таъминлаш имкониятига эга бўлиш учун ўзаро рақобатлашадилар. Бундай рақобатда Ўзбекистон молия бозорининг ҳозирча кичик бўлсада ҳам ўзига ҳос ўрни бор бўлиб, босқичма-босқич жаҳон молия бозорларини эришган ҳоссалари даражаси томон такомиллашиб ва ривожланиб бормоқда. Табиийки, кўпчилик ривожланаётган (ўтиш иқтисодиётига мансуб) мамлакатларнинг молия бозорлари ҳам Ўзбекистон сингари инвестициялар мақсадида молия ресурслари учун кучли рақобат шароитларини бошидан кечирмоқда.

Ўзбекистонда молия бозори модели аралаш (гибрид, кўшма) моделга мансуб бўлиб, ўзида англо-саксон, континентал ва Япон моделлари элемент-ларини маълум даражада мужассамлаштирган (3.3 паранрафга қаралсин). Унинг хусусияти шундаки, унда банкларнинг, молия институтларининг (инвестиция институтлари, суғурта ташкилотлари, фондлар), институционал инвесторларнинг, майда чакана инвесторларнинг алоҳида устунлиги кузатилмайди. Алоҳида сегментларга (пул, валюталар, корпоратив ва давлат қимматли қоғозлари, суғурта инструментлари, кредит ва банк-ларнинг бошқа инструментлари бозорларига) эга бўлиб, улар ҳозирда бир-бири билан тўлиқ боғлиқ эмас ва ҳар бири турли ваколатли давлат органлар томонидан алоҳида тартиблаштирилади (мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади). Бундай органларга Маказий банк, Молия вазирлиги, Давлат мулкни бошқариш Қўмитаси ҳузуридаги қимматли

<sup>19</sup> “Ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш, техник ва технологик қайта жиҳозлаштиришни рағбатлантириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 2007 йил 14 март, №УП-114; “Қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Қарори, 2006 йил 27 сентябр, №ПП-475.

қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази киради. Молия бозорида антимонопол сиёсатни кўрсатиб ўтилган органлар билан бирга-ликда монополиядан чиқари, рақобатни ривожлантириш ва тадбиркорликни қўллаб-қувватлаш Давлат Қўмитаси амалга оширади.

Ҳозирда Ўзбекистон молия бозорининг инфратузилмаси маълум даражада шаклланганлиги ва унда турли молиявий инструментлар мавжуд-лиги, иқтисодиётда муҳим, лекин муаммоли аъамиятга эга эканлиги билан ажратиб туради. Унинг муаммоси шундан иборатки, ҳозирча Ўзбекистон учун юқорида келтирилган муаммоларни ҳал қилишда бозорнинг фаоллиги кам сезилмоқда. Бунга сабаб, унинг ривожланиши ҳозирча 3.1 параграфда келтирилган индикаторлар мезонининг ижобий миқдорий кўрсаткичларига тўлиқ эришмаганида деб баҳоланмоқда. Чунки молия бозори қатнашчи-ларининг фаоллиги сууст, муомаладаги молиявий инструментларининг тури кам, рисклилиги ва волатиллик даражаси баланд, капитализацияси ва ликвидлилиги паст, ҳажми кам, обороти секин, тартиблаштириш механизми такомил эмас ва ҳ.к. Булар-нинг барчаси вақтинчалик ҳолат бўлиб, келажакда бошқа ривожланаётган мамлакатларнинг молия бозорлари сингари рақобатбардошлик даражасига эришиши муқаррар.

Ҳозирда (2007 йилнинг боши ҳолатига кўра) молия бозорининг операцион тузилмасида уч юздан зиёд инвестиция институтлари, бешта биржа (Республика Валюта Биржаси, “Тошкент” Республика Фонд Биржаси, Республика товар-ҳом ашё Биржаси, Республика кўчмас мулк Биржаси, Агросаноат Биржаси), иккита биржадан ташқари электрон савдо тизими (Банклараро савдо тизими, “Элсис-савдо” электрон савдо тизими), икки мингдан ортиқ акциядорлик жамияти, 28 тижорат банки (улардан 12-таси аралаш мулкчилик шаклигага асосланган банклар, 10-таси хусусий банк, 5-таси ҳорижий капитал иштирокидаги банк, 3-таси давлат банки), 25-дан зиёд кредит иттифоқлари, 25-дан зиёд суғурта ташкилотлари, бюджетдан ташқари фондлар (бандлик, пенсия, йўл, фермерлар фонлари ва ҳ.к.), 1,1 миллиондан зиёд акциядор бўлган ички ва ҳорижий инвесторлар (улардан 1,0 жисмоний шахслар), бюджетдан ташқари фондлар, банклар, кредит иттифоқлари ва суғурта ташкилотларининг кўп миллионли мижозлари фаолият кўрсатмоқда. Бунда акциядорлик жамиятларининг жами устав фонди тахминан 3,0 трлн. сўмни ташкил этиб, унга мос равишда тахминан 3,0 млрд. донага яқин акциялар чиқарилган.

Акциядорлик жамиятларида, кўпчилик ривожланаётган мамлакатларда сингари, акцияларнинг катта пакетлари эгалари ташкил этган, натижада англо-саксон моделдан, яъни “*shareholder capitalism*” (акциядорлар капитализми), фарқли “*stakeholder capitalism*” (“контрол пакет эгалари” капитализми) ҳолати юзага келган. Уларда корпоратив бошқарув механизми германча (икки поғонали, инсайдерлар) моделга асосланган. Компаниялар ва банкларда эмиссион, фоизли даромадлар ва инвестицион сиёсатларида номутаносибликларни кузатиш мумкин. Банклар, компаниялар ва суғурта ташкилотларининг мойвий ҳолати қониқарли ва барқарор эмас, рисклилик даражаси юқори.

Қимматли қоғозлар бозорида ҳозирча муддатли инструментлар (дери-вативлар), муниципал, ипотека ва бошқа турдаги тижорат қоғозлари (жум-ладан векселлар) сегментлари тўлиқ шаклланмаган. Давлат қимматли қоғоз-лари муомаласи Республика Валюта биржасида амалга оширилади. Пул, валюта ва банклараро кредитлар бозорлари банклар секторида фаолият кўрсатади.

Қимматли қоғозлар бозори ҳажмининг ЯИМга нисбати (капитализация суръати) кичик бўлиб (1-3 фоиз оралиғида), унинг даражаси ялпи ички инвес-тициялар ҳажмидан анча кам (тахминан 15-17 баробарга). Реал секторнинг пул ресурсларига бўлган талаби асосий капиталга қилинган ички инвестиция-лар (масалан, 2005 йилда 3012,9 млрд. сўмни ташкил этди) ҳисобига қонди-рилмоқда. Акциялар бўйича дивидендлар фоизи ва облигациялар бўйича фоиз ставкаси йилдан йилга пасайиш

тенденциясига эга. Акцияларнинг бирламчи ва иккиламчи бозорларининг нисбати тахминан бир-бирига яқин. Акциялар ва облигацияларнинг иккиламчи бозорлари спекулятив характерга эга эмас. Спекулятив портфел инвесторлар шаклланмаган бўлиб, асосан стратегик портфел инвесторлар мавжуд.

Асосий индикаторлар бўйича (3.1 параграфга қаралсин) Ўзбекистон молия бозори Россия молия бозори бир-бири билан сезиларли фарқланади. Масалан, Россиянинг қимматли қоғозлар бозори ҳажми ва ликвидлилиги 2000-2005 йиллар давомида тахминан 5 баробарга ошган. Бунда акциялар бозорининг ҳажми 510 млрд. доллардан, капитализация суръати (ЯИМга нисбатан) даражаси тахминан 50 фоиздан ошган. Ўзбекистонда акциялар бозори ҳажми 2006 йилнинг натижаси бўйича 330 млрд. сўмдан (яъни 264 млн.долл.) ошди.

Айтиш мумкинки, ўрта ва узоқ муддатда Ўзбекистон молия бозорининг кескин ривожланишини башорат қилса бўлади. Бунинг учун унда барча имкониятлар мавжуд.

#### **Саволлар**

1. Ўзбекистон молия бозорининг қандай муаммоларини биласиз?
2. Миллий молия бозори ҳолати қандай тавсифланади?
3. Ўзбекистон молия бозори қайси моделга мансуб?

#### **Топшириқлар**

1. Ўзбекистон молия бозорини 3-чи иловадаги маълумотлар асосида таҳлил қилинг.
2. Ўзбекистон молия бозори моделини ривожланаётган мамлакатлар молия бозорлари моделлари билан солиштиринг.
3. Терминлар лугатини тузинг.

### **IV-БОБ. МОЛИЯВИЙ ИНСТРУМЕНТЛАР ТАҲЛИЛИ**

#### **4.1. Молия бозорида инвестициялар даромадлигини баҳолаш**

Молия бозорида инвесторларнинг моддий фаровонлигини белгиланган даврда ўсиши муҳим аҳамиятга эга бўлиб, унинг асосий манбаларидан бири молиявий инструментларга йўналтирилган инвестициялар бўйича маълум давр ичидаги даромад фиоизи  $B$  (*rate of return*) ҳисобланади.

Агар инвесторнинг бундай даромадининг ўсиши даражасини ( $I$ ) молия инструментида йил бошида йўналтирилган бошланғич инвестиция ( $I_0$ ) ва ундан маълум бир даврда (йил охирида) ҳосил бўлган орттирма ( $B$ ) суммаси деб қабул қилинса, унда қуйидаги ифода маънога эга:

$$I = I_0 + B, \quad (4.1.1)$$

Натижада даромад ставкасини (даромадни)  $B$  қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$B = (I - I_0)/I_0 = B/I_0 \quad (4.1.2)$$

Ушбу ифоданинг сурати инвесторнинг моддий фаровонлигини давр охирида ўзгаришини (унинг даражасини ижобий ёки салбий бўлганини) кўрсатади. Яъни  $B$  ижобий бўлади, агар унинг миқдори инфляция  $i$  даражасидан юқори бўлса (маълум  $P_r$  ички баҳода олинган молия инструментининг бозор нархи  $P_a$  барқарорлигида). Бунда инвестор учун  $P_r$  (ички, реал баҳо) катта аҳамиятга эга бўлганлиги учун у хар доим ўзининг моддий фаровонлигини (келажакдаги даромадини) ошириш мақсадида молия инструментининг (қимматли қоғознинг) нарҳини базисидан паст баҳоланганини сотиб олишга ҳаракат қилади. Чунки инвестор вақт ўтиши билан сотиб олган қимматли қоғозининг бозор нарҳини кўтарилишини кузатиб, маълум даврга келиб, уни одатда сотиб юбориш эвазига даромад топади. Бу табиий ҳолат бўлиб, қимматли қоғозлар бўйича даромад олишнинг бошқа молиявий активларга қилинган инвестициялардан ҳосил бўладиган даромаддан фарқли хусусиятини билдиради.

Юқорида айтилганлардан келиб чиқиб инвестор томонидан олинган даромадни қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$B = I - I_0, \quad (4.1.3)$$

1-чи ифодада  $I_0 = 1$  деб қабул қилиб, уни қуйидагича ифодалаймиз:

$$I = I + B \quad (4.1.4)$$

Ушбу ифодада инфляция ҳисобга олинмаганлиги учун инвестиция бўйича даромад реал ставка фоизига  $R$  тенг бўлади. Ирвинг Фишер қондасига биноан инфляция  $i$  сабали даромад  $(I+i)$  мартта ошиши лозим бўлганлиги учун (4.1.4) ифодани қуйидагича ёзиш мумкин:

$$I = (I + B) = (I + R) = (I+R)(I+i) = I + R + i + iR \quad (4.1.5)$$

5-чи ифодада, агар  $R$  ва  $i$  миқдорлари кичик бўлса,  $iR$  кўпайтма жуда кичик бўлади, у ҳолда уни ҳисобга олмасамиз ҳам бўлади. Шунинг учун 4.1.5-чи ифодани қуйидагича ёзиш мумкин:

$$B = R + i, \quad (4.1.6)$$

бунда  $i$  – инфляцион рағбат,  $B$  – номинал ставка,  $R$  – реал ставка.

4.1.7-чи ифодадан прогноз қилинаётган инфляция суръати  $i$  ва инфляцион рағбат бир-бирига мослиги кўриниб турибди. Бундай ҳолат ўта ривожланган молия бозори шароитида бўлиши мумкин. Агар даромад ставкасининг миқдори  $R+i$  суммадан кичик бўлса, молия бозорида инвестиция қилиш маънога эга бўлмайди. Яна  $R$  ва  $i$  миқдорларининг кичик даражасида шу ҳам кўриниб турибдики, инфляция суръатини бир фоизга ортиши даромад ставкасини мос равишда бир фоизга ортишига олиб келади.

Инфляция суръати даражаси юқори бўлган мамлакатларда  $iR$  кўпайтмани назардан чиқариш мумкин эмас ва мос равишда инфляцион рағбат инфляция суръати даражасидан  $iR$  миқдорга кўпроқ бўлиши лозим. Айтиш мумкинки,  $iR$  кўпайтмани фақат даромадни фавқулодда кичик вақт муддатларида таҳлил ва прогноз қилишда ҳисобга олмаслик мумкин.

Анча узок вақт муддати учун 4.1.6-чи ифодани 4.1.5-чи асосида қуйидагича ёзиш мумкин:

$$B = R + i + iR \quad (4.1.7)$$

Юқорида айтилганлар асосида инвесторларни ноаниқ ва ҳато қарорлар қабул қилишдан сақлаш учун қуйидагиларни таъкидлаш жоиз.

1. Кундалик амалиётда  $R$  ва  $i$  ифодаларнинг И.Фишер формуласининг тўлиқ кўриниш ёрдамида ифодалаш мақсадга мувофиқ, яъни:

$$R = (B - i)/(I + i) \quad (4.1.8)$$

$$i = (B - R)/(I + R) \quad (4.1.9)$$

2. Мавжуд инфляция суръатини қисқа вақт муддатлари учун прогноз қилинаётган даражасидан оғиши шароитида даромад ставкасига солиқни компенсация қилувчи орттирмани ҳисоблаб топиш фойдадан холи эмас. Агар ўз ичига инфляцион рағбат ва солиқни компенсацияловчи орттирмани олувчи даромад ставкасини  $B^*$  деб белгиласак, солиқни коменсацияловчи орттирмали даромад ва бошланғич даромадни ўзаро боғлиқлигини қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$(B^* - B) \quad (4.1.10)$$



Ушбу айирма миқдорини топишда ҳақиқий инфляция суръатини  $i^*$  (прогноз қилинаётганини эмас) деб олинади.

$iR$  қўпайтманинг кичик миқдорида (уни ҳисобга олмаслик мумкин) инвестор даромади ( $B$ ) учун солиқ ставка ( $T$ ) ва инфляцион рағбатни (яъни инфляция суръатини  $i$ ) ҳисобга олинган ҳолда соф даромадни ( $R$ ) қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$R = B(1-T) - i \quad (4.1.11)$$

Бу ифодадан

$$B = [R/(1-T)] + [i/(1-T)] \quad (4.1.12)$$

Мас равишда

$$B^* = [R/(1-T)] + [i^*/(1-T)] \quad (13)$$

(4.1.12) ва (4.1.13) ифодаларни ҳисобга олган ҳолда, ифода (4.1.10) қуйидагича ёзилади:

$$(B^* - B) = (i^* - i)/(1-T) \quad (4.1.14)$$

Масалан, (4.1.14) ифодада агар  $(i^* - i) = 10\%$  ва  $T=31\%$  бўлса, бошланғич даромад ( $B$ ) миқдорида кўшилган солиқни компенсацияловчи орттирма 14,5% бўлади.

3. Йиллик инфляцияни ойлик инфляциялар миқдорларини мураккаб фоизлар формуласи асосида пулнинг келажакдаги баҳосини  $i=(1+i_k)^{12}-1$  ифода ёрдамида ҳисобланганидек (инфляциянинг ўсиш суръатларини банклар депозитлари бўйича ўртача фоиз билан солиштириш учун) аниқ ҳисоблаб топиш лозим. Бу йўл 4.1.8 ифода ёрдамида инвестицион қарор қабул қилишда фойдали. 4.1.8-чи ифодада  $R$  параметрни эълон қилинган фоиз даромад (масалан, депозитлар, облигациялар ва ҳ.к. бўйича) деб қабул қилинади.

4. Қимматли қоғозларнинг  $P_a$  ва  $P_r$  нархларини 4.1.8-4.1.11 ифодаларни қўллаганда баҳолаш муҳим аҳамиятга эга.

Амалиётдан маълумки,  $P_a$  техник таҳлил усули ёрдамида баҳоланади,  $P_r$  эса фундаментал таҳлил усулини қўллаш асосида. Инвесторлар даромадларини охириги юз йил давомида қимматли қоғозлар бозорида ўсиши тенденцияси инвестицияларнинг ортишини кўрсатади. Бунда қуйидаги қонуниятни кўриш мумкин:

- қимматли қоғозлар бозорида  $P_a$  ташқи ва ички омилларга ҳамда рискларга ўта сезгир бўлиб, талаб ва таклиф (бозор конъюнктураси) асосида шаклланади.  $P_a$  икки омил билан белгиланади: қимматли қоғозларга бўлган талаб ва таклиф нисбати; қимматли қоғозлар бўйича капитализацияланган даромад миқдори;

-  $P_r$  эмитентнинг молиявий ҳолатига ўта сезгир бўлиб, эмитент активларининг реал ва потенциал ҳажми бўйича белгиланади. 4.1.9-чи ифодага асосан  $P_r = P_a - B$ ;

-  $P_a$  ва  $P_r$  эмитентнинг ҳолатини акс этади ва улар умумий ҳолда ўзаро эквивалент бўлишига қарамадан уларнинг миқдорлари фаркланиши мумкин. Қимматли қоғозлар бозори ижобий даромад миқдорини ( $B$  нолга тенг эмас-лигини) таъминлашда нархларнинг мувозанатига интилади (яъни  $P_r = P_a$ ).

Юқорида келтирилган моделлар ёрдамида инвестицияларни баҳолашда қўллаш мумкин.

### **Саволлар**

1. Инвестор фаровонлигининг ўзгариши фоизи мазмунан қандай бўлади?
2. Даромад ставкаси нима?
3. Акциянинг ички ва бозор баҳоси нима?

4. Инфляцион йўқотиш нима?
5. И.Фишер эффекти нима?
6. Солиқни компенсация қилувчи орттирма нима?
7. Йиллик инфляция қандай аниқланади?

#### **Топшириқлар**

1. Ўзбекистонда инвестор фаровонлигининг ўзгариши фоизини баҳоланг.
2. Ўзбекистонда акциянинг бозор ва ички баҳосини аниқланг.
3. Ўзбекистонда инфляцияни таҳлил қилинг.
4. Терминлар луғатини тузинг.

### **4.2. Фоиз ставкаси ва унинг динамикаси**

Фоиз ставкаларини ҳисоблаш молия бозорининг инвестиция жараёнидан муҳим аҳамиятга эга<sup>20</sup>. Амалиётда фоиз ставкаларини баҳолаш турлича ёндашувларда ифодалангани билан мазмунан ўхшаш<sup>21</sup>. Маълумки, кредитор пулларини қарзга берганида улардан қарз муддати тугамагунича фойдаланишдан маҳрум бўлади. Қарз олувчи кредит учун ҳақ тўлаши лозим бўлади. Кредитдан фойдаланиш учун кредиторга пул кўринишида қарз олувчи томонидан тўланадиган ҳақ фоиз шаклида ифодланади. Фоизлар қарзнинг асосий суммасига маълум бир даврларга ҳисобланади. Фоизни ҳисоблашнинг турли усуллари мавжуд бўлиб, уларнинг асосийларини кўрамыз.

**Оддий (соғда) фоизлар.** Фарз қилайлик, инвестиция қилиш учун қандайдир бошланғич  $P$  пул маблағлари мавжуд. Инвестиция қилиш натижасида маълум вақт муддати ( $n$  даврларда) ўтганидан кейин бошланғич сумма  $iPn$  ( $i$  – фоиз ставкаси бўлиб, у бўйича бошланғич  $P$  суммага фоизлар қўшилади) миқдорга ўзгаради. Яъни бошланғич сумма  $P$  маълум даврлар ( $n$ ) ўтиши билан  $iPn$  миқдорга ошиб, натижада  $S$  (ортган сумма) миқдор ҳосил бўлади:

$$S = P + iPn = P(1 + in). \quad (4.2.1)$$

$(1 + in)$  ифода оддий фоизлар бўйича орттирма кўпайтирувчи деб номланади. Орттирилган сумма  $S$  бошланғич сумма орқали топилган; фоиз ставкасини ( $i$ ) декурсив ставка дейилади.

4.2.1-чи ифодадан бошланғич  $P$  суммани топиш мумкин. Бунда  $P$  миқдорини  $S$  орқали уни  $d$  фоиз ставкаси (антисипатив ставка) бўйича дисконлаш йўли билан топиш мумкин, яъни:

$$P = S - ndS = S(1 - nd). \quad (4.2.2)$$

$(1 - nd)$  ифода орттирма кўпайтирувчи дейилади.

Оддий фоиз ставкалари кўпроқ қисқа муддатлардаги ҳисобларда қўлланилади. Шу муносабат билан  $n$  бир йилдан кам даврларда декурсив ва антисипатив ставкаларни амалиётда қўллаш хусусиятларини кўрамыз. Декурсив ставка ҳолатида  $i$  миқдори қуйидагича қабул қилинади:

$$n = \frac{t}{365} \quad \text{ёки} \quad n = \frac{t}{366}$$

( $t$  – фоизни ҳисоблаш кунлари сони). Агар антисипатив ставка ( $d$ ) қўлланилса, унда:

<sup>20</sup> Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В.И.Колесникова, В.С.Торкановского.-2-е изд., перераб. и доп.-М.: Финансы и статистика, 2000.-448 с.

<sup>21</sup> Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб. пособие. 2-е изд., с изм.-М.: Экономистъ, 2005.-687 с.; Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова.-М.: Финансы и статистика, 2005; Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов.-М.: Инфра-М, 1996.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции.-М.: Инфра-М, 1999.

$$n = \frac{t}{360}$$

Мураккаб фоизлар. Бир мунча мураккаб ҳолатни фоизларнинг капитализациясини ҳисобга олиб кўрамиз. Унда вақт даврларига боғлиқ ҳолда ортиб борувчи суммага эга бўлишимиз мумкин, яъни  $P$   $i$ -чи даврга келиб  $\Delta P_i$  миқдорга ортади:

$$\Delta P_1 = iP;$$

$$\Delta P_2 = (P + iP)xi = iP(1+i);$$

$$\Delta P_3 = [P + iP + ip(1+i)]i = iP(1+i)^2;$$

.....

$$\Delta P_n = iP(1+i)^{n-1}.$$

У ҳолда орттирилган сумма:

$$S = P + iP + iP(1+i) + iP(1+i)^2 + \dots + iP(1+i)^{n-1} =$$

$$= P + iP [1 + (1+i) + (1+i)^2 + \dots + (1+i)^{n-1}].$$

Квадрат қавсларда геометрик прогрессиянинг суммасига эга бўлиб, мос равишда қуйидаги ифодани оламиз:

$$S = P + iP \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i) - 1} = P(1+i)^n.$$

Бунда  $(1+i)^n$  катталиқ орттириш кўпайтирувчидир. Шунга ўхшаш мураккаб антисипатив ставка учун қуйидаги ифодани олиш мумкин:

$$P = S(1-d)^n$$

Бунда орттириш кўпайтирувчи сифатида қуйидаги ифода бўлади:

$$\frac{1}{(1+d)^n}$$

Агар  $n$  бутун бўлмаган сон бўлса, масалан,  $n = k + t$  ( $k$  - бутун йиллар сони,  $t$  - кунлар сони), унда орттирилган  $S$  суммани ҳисоблаш учун қуйидаги ифода қўлланилади:

$$S = P(1+i)^k \left(1 + ix \frac{t}{365}\right)$$

Ушбу ифодада бутун йиллар мобайнида орттирилишни мураккаб фоизлар бўйича, кунлар мобайнида эса оддий фоизлар бўйича топиш мумкин.

Орттирилган  $S$  катталиқ келажакда олинадиган сумма ҳисобланади,  $P$  эса унинг ҳозирги миқдори бўлади, яъни:

$$P = \frac{S}{(1+i)^n}$$

Агар йиллар сони ( $n$ ) етарлича кўп бўлса, унда ҳам оддий ва ҳам мураккаб фоизлар бўйича ҳисобланган ҳар қандай сумманинг ҳозирги миқдори нолга интилади:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} P = \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{S}{(1+i)^n} = 0$$

$$\lim_{n \rightarrow \infty} P = \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{S}{1+in} = 0$$

Бу ифода кўп йиллардан кейин ҳар қандай катта суммани олишлик ҳозирги вақтда ноль эффектни беришини англатади. Суммадан олинадиган эффект келажакда тезроқ камаяди, агарда ҳисоблашлар мураккаб фоизлар бўйича олиб борилаётган бўлса.

**Реал, номинал ва эффектив фоиз ставкалари.**

Фоизларни қўшиб ҳисоблаб бориш исталган вақт даврида амалга оширилиши мумкин. Кўпроқ фоизлар йилда, чоракда, ойда бир мартаба ҳисоблаб қўшиб борилади. Фоизларни йилига  $m$  ( $m > 1$ ) мартаба ҳисобланиб борилиши ҳолатини кўрамиз. Вақтнинг ҳар бир даврига (ярим йилга, чоракка, ойда)  $j$  фоизлар ҳисобланиб борилади. Ихтиёрий даврга ҳисобланиб бориладиган фоиз ставкасини реал фоиз ставкаси деб номлаймиз. Бизнинг ҳолда  $j$ -реал фоиз ставкаси.

Турли инвестицион лойиҳаларни бир-бири билан солиштиришда уларнинг даромадлигини ўзаро солиштириш лозим бўлади, лекин бундай солиштириш учун аввалам бор даромадларни (фоиз ставкаларни) бир вақт даврига келтириш керак. Кўпинча фоиз ставкаларни бир йиллик даврга келтирилади. Бунда фоизларни ҳисоблаш боришнинг турли схемалари қўлланилиши мумкин. Одий фоиз ставкалари схемаси бўйича ҳисоблаб борилса, номинал фоиз ставкаси деб номланади. Йиллик фоиз ставкаси мураккаб фоизлар схемаси бўйича ҳисобланиб борилса, эффектив фоиз ставкаси дейилади.

Мос равишда  $i_n$  ва  $i_s$  - номинал ва эффектив фоиз ставкалари деб белгилаймиз. Вақтнинг  $m$  даврлари учун орттирилган суммани олиш мумкин (оддий фоизлар схемаси бўйича):

$$S_1 = P(1 + mxj)$$

Орттирилган суммани номинал фоиз ставкаси бўйича эса:

$$S_2 = P(1 + i_n)$$

$S_1$  ва  $S_2$  тенгликлардан  $i_n = mj$  тенгликни оламиз. Мураккаб фоизлар схемаси бўйича вақтнинг  $m$  даврларига орттирилган сумма:

$$S_1 = P(1 + j)^m$$

Эффектив фоиз ставкаси бўйича бир йилга орттирилган сумма:

$$S_2 = P(1 + i_s)$$

$S_1 = S_2$  тенгликдан қуйидагини оламиз:

$$i_s = (1 + j)^m - 1$$

Агар  $i_n = mj$  эканлигини ҳисобга олсак, унда номинал ва эффектив фоиз ставкалар орасидаги боғлиқликни топиш мумкин:

$$i_s = \left(1 + \frac{i_n}{m}\right)^m - 1$$

**Пул оқими, даромадлиликнинг ички нормаси.** Қимматли қоғоздан ҳосил бўладиган пул тўловлари турли вақтларда вужудга келади. Масалан, купонли (фоизли) облигация ўзининг бутун ҳаёти даврида бир қатор купон тўловларини ва сўндирилишида номинал суммасини тўлашни вужудга келиради. Акция бўйича уни инвестор қўлидаги бутун умри даврида дивидендлар тўланади.

Маълум бир давр ичида турли вақтларда тушувчи пул тўловлари пул оқими дейилади. Келажакдаги пул тушумларини вақтнинг жорий моментига келтиришда уларни вақт даврининг узунлигини ҳисобга олган ҳолда (бу даврда тўлов амалга оширилади) дисконлаш лозим. Агар вақтнинг биринчи даври охирида  $S_1$ -га тенг сумма тушса, иккинчи давр охирида -  $S_2$ ,  $n$ -чи даврда -  $S_n$  тушса деб фараз қилсак, унда бундай пул оқимининг жорий баҳоси қуйидагича бўлади:

$$P = \frac{S_1}{1+i} + \frac{S_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1+i)^n}$$

бунда  $i$  – алтернатив қўйилманинг даромадлиги (банк депозит ставкаси).

Масалани бошқача кўриш мумкин. Фараз қилайлик, қандайдир қимматли қоғоздан вужудга келадиган пул оқимининг жорий баҳоси  $P$  унинг бозор нарҳи ( $C$ )га тенг, унда қуйидаги тенламадан  $P=C$  ҳолатдаги фоиз ставкаси ( $r$ ) катталигини топиш мумкин:

$$C = \frac{S_1}{1+r} + \frac{S_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1+r)^n}$$

Ушбу ҳолатда (яъни  $P=C$  бўлгандаги) ҳисоблаб топилган фоиз ставкаси  $r$  даромадлиқнинг ички нормаси дейилади.

Рента тушунчаси қимматли қоғозларнинг баҳоси ва даромадлигини аниқлашда муҳим ва кенг қўлланади. Рента деганда вақтнинг тенг даврларида амалга ошириладиган бир қатор кетма-кет тўловлар тушунилади. Молиявий ҳисоблар амалиётида ренталарнинг турли ҳиллари қўлланилади. Бунда биз фақат қимматли қоғозларнинг баҳоси ва даромадлигини ҳисоблашда қўлланиладиган ренталарни кўриш билан чекланамиз, яъни:

- ўзгармас чекланган рента;
- ўзгармас домий рента;
- тўловларнинг ўзгармас ортиши билан ўзгарувчан рента.

**Ўзгармас чекланган рента.** Фараз қилайлик,  $n$  йил ( $n < \infty$ ) давомида йиллик даромад  $R$  берувчи қандайдир сумма маълум бир тадбирга қўйилган. Миқдори  $R$  бўлган ( $R/(1+i)$  бўлган ҳозирги моментга келтирилган) биринчи тўлов бир йилдан кейин амалга оширилади. Кейинги тўловнинг ҳозирги катталиги -  $R/(1+i)^2$  ва ҳ.к. Рентанинг ҳозирги катталиги  $n$  йилдан кейин:

$$A = \frac{R}{1+i} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n} = \frac{R}{(1+i)} \times \left( \frac{1}{1+i} + \frac{1}{(1+i)^2} + \dots + \frac{1}{(1+i)^{n-1}} \right) =$$

$$= \frac{R}{1+i} \times \frac{1/(1+i)^n - 1}{1/(1+i) - 1} = R \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \times i}$$

Бунда  $\frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \times i}$  ифода рентанинг келтириш коэффициенти дейилади. Рентанинг орттирилган суммаси:

$$S = A(1+i)^n = R \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

Бунда  $\frac{(1+i)^n - 1}{i}$  ифода рентанинг орттириш кўпайтувчиси дейилади.

Агар фоизларни йиллик номинал ставкада ( $i$ ) ҳисоблаб бориш йилига  $m$  мартаба амалга оширилса, унда ҳисобланадиган даврлар сони  $m \times n$  бўлади ва

$$S = R \frac{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{mn} - 1}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^m \cdot xi}$$

**Ўзгармас доимий рента.** Рентанинг бу тури олдингисидан фарқланади, яъни бунда ўзгармас тўловлар  $R$  доимий ( $n = \infty$ ) тарзда амалга оширилади. Бундай рентанинг ҳозирги катталигини топиш учун қуйидагича чегаралаш лозим:

$$A = \lim_{n \rightarrow \infty} R \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} = \frac{R}{i}$$

Агар фоизларни ҳисоблаб бориш йилига  $m$  мартаба бўлса, унда

$$A = \lim_{n \rightarrow \infty} R \frac{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{mn} - 1}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^m \times \left[\left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1\right]} = \frac{R}{\frac{i}{m}}$$

**Тўловларнинг ўзгармас ортиши билан ўзгарувчан рента.** Рентанинг бундай тури учун  $n$  йиллар давомида рента тўловларининг ўзгарувчан катталигига эга бўламиз, яъни:

$$R, R + E, \dots, R + E(n-1),$$

бунда  $E$  – тўловларнинг ўзгармас йиллик ортиши.

Бундай рентанинг ҳозирги катталиги:

$$A = \frac{R}{1+i} + \frac{R+E}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R+(n-1)E}{(1+i)^n} = R \left[ \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} \right] + E \left[ \frac{(1+i)^n - (1+in)}{i^2(1+i)^n} \right].$$

Агар рентанинг бу турини доимий вариантда кўрсак, унда:

$$A = \frac{iR + E}{i^2} = \frac{R}{i} + \frac{E}{i^2},$$

яъни рентанинг доимий катталиги доимий ўзгармаси туридан  $E/i^2$  ҳадга фарқланади.

Ўзгарувчан рентанинг ортирилган катталиги

$$S = Rx \frac{(1+i)^n}{i} + Ex \frac{(1+i)^n - (1+in)}{i^2}.$$

### Саволлар

1. Оддий ва мураккаб фоизлар нима, улар қандай ҳисобланади?
2. Капитализацияли ва капитализациясиз моделлар нима?
3. Номинал ва эффектив ставкалар нима?
4. Даромаднинг ички нормаси нима?
5. Ўзгарма чекланган рента нима?

### Топшириқлар

1. Оддий ва мураккаб фоиз ставкаларини ҳисоблаш методикасини ўзлаштиринг.

2. Терминлар луғатини тузинг.

#### 4.3. Пул оқимларини дисконтлаш

##### *Умумий тушунчалар ва терминология*

Агар қимматли қоғозлар даромадлиликларини солиштиришда алтернатива сифатида банкдаги депозит қўйилма даромадлилиги танланса, унда даромадлиликнинг алтернатив методини ҳозирги вақтгача кенг қўлланиб келаётган пул оқимларини дисконтлаш методи билан мос келишини кўриш мумкин. Бунда қуйидаги саволларга жавоб топиш лозим<sup>22</sup>:

- базавий сифатда қабул қилинган тижорат банкларининг депозит ставкаси миқдори тўғрисида;
- банкда пулларни оддий ёки мураккаб фоиз ставкаларда ҳисоблаб бориш схемаси тўғрисида.

Биринчи саволга жавобни одатда қуйидагича ифодалайдилар: “базавий сифатда ишончли ва барқарор ишлаётган банк ставкасини танлаш лозим”. Баъзан базавий ставка сифатида Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкаси олинади. Лекин бу ставка ўзининг бозор томонидан белгиланмас-лиги, балки Марказий банк томонидан бозорга таъсири кўрсатиш учун қўлланиши билан қониқтирмайди. Аммо кўп масалаларни ечишда ёрдамга маҳсус белгиланадиган банк ставкаси келиши туфайли, уни база сифатида олиш лозим.

Иккинчи саволга жавоб топиш энгилроқ кўчади, чунки фоиз ставка-сининг икала методи ҳам кўрилади (4.2 параграфга қаралсин). Лекин одатда кўпинча мураккаб фоиз ставкаси схемасига мойиллик сезилади, чунки унда даромад ҳам бошланғич суммага, ҳам ҳисоблаб борилган даромад фоизига қўшиб ҳисобланади. Оддий фоиз ставкасида эса фақат бошланғич суммага фоиз даромад ҳисобланиб борилиб, асосий сумма охирида қайтарилиб берилади. Мураккаб фоизлар схемасида инвестор ўзинг депозитга қўйган пули ва фоиз даромади суммаларини банкдан қайтариб олмайди деб қабул қилинади. Бу эса инвестор учун сезиларли рискларни келтириб чиқаради. Лекин ушбу схема инвестор учун оддий фоизлар схемасига қараганда нисбатан каттароқ даромад келтиради. Мураккаб фоизлар схемаси бўйича бундай даромад инвесторнинг катта рискига қўшимча ҳақ сифатида қаралади.

Пул оқимларини дисконтлаш асосида қимматли қоғозлар билан боғ-лиқ операциялар параметрларини миқдорий баҳолаш методи учун алоҳида тушунчалар ва терминология киритилган бўлиб, уларни қисқача келтирамиз.

**Орттириш ва дисконтлаш.** Инвестицион қўйилмаларнинг турли вариантлари тўловлар тушумини турли графикларига эга бўлганлиги бу графикларни ўзаро солиштиришни бир мунча қийинлаштиради. Шунинг учун пул тушумларини вақтнинг бир моментида келтириш лозим. Агар бу момент келажакда жойлашган бўлса, унда бундай процедурани орттириш дейилади, агар бу момент ўтган вақтда бўлса – дисконтлаш дейилади.

**Пулларнинг келажакдаги баҳоси.** Инвесторнинг ҳозирги вақтда бўлган пуллари унга келажакда капиталини банк депозитига қўйиш йўли билан орттириш имконини беради. Натижада инвесторда келажакда бир мунча кўпроқ пул суммаси (аввалги пул қўйилмаси билан бирга) пайдо бўлиши пулларнинг келажакдаги баҳоси дейилади. Содда фоизлар схемаси билан ҳисобланиб борилгандаги пулнинг келажакдаги баҳоси қуйидагича бўлади (4.2 праграфга қаралсин):

$$P_F = P_C (1 + \beta)^n .$$

Мураккаб фоизлар схемасида эса:

$$P_F = P_C (1 + n\beta),$$

бунда  $P_F$  – пулнинг келажакдаги баҳоси;  $P_C$  – пулнинг бошланғич суммаси (пулнинг жорий баҳоси);  $\beta$  – банк депозити ставкаси;  $n$  – пул даромадларини қўшиб бориш даврлари сони.

<sup>22</sup> Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело.-М.: Экономистъ, 2005.-687 с.

$(1+\beta)^n$  мураккаб фоиз ставкаси учун ва  $(1+n\beta)$  содда фоиз ставкаси учун коэффициентлар орттириш коэффициентлари дейилади.

*Пулларнинг бошланғич баҳоси.* Дисконлашга тескари бўлган масала ҳисобланади. Яъни келажакда олиш мумкин бўлган пул суммасини маълум деб, ҳозирда қанча пул суммасини инвестиция қилиш керакки, келажакдаги режалаштирилган суммани олиш учун, деган масала деб қаралади. Бошқача қилиб айтганда, қуйидагини ҳисоблаш лозим:

$$P_c = \frac{P_F}{(1+\beta)^n},$$

бунда  $\frac{1}{(1+\beta)^n}$  кўпайтувчи дисконтлаш коэффициенти дейилади.

Ўз-ўзидан маълумки, ушбу ифода депозитни мураккаб фоиз схемаси бўйича ҳисоблаб бориш учун маъного эга.

*Даромадлиликнинг ички ставкаси.* Масаланинг қўйилиши қуйидагича: қўйилманинг жорий ва келажакдаги баҳоси маълум; ҳозирдаги маълум инвестициялар келажакда белгиланган баҳони таъминловчи банк фоиз даромадининг депозит ставкаси номаълум. Даромаднинг ички ставкаси қуйидаги формула ёрдамида ҳисобланади:

$$\beta = \sqrt[n]{\frac{P_F}{P_c}} - 1.$$

*Пул оқимларини дисконтлаш.* Маълумки, пул оқимлари - бу инвестор-ларнинг пул шаклида қилган инвестицияларидан ҳар хил вақтда олган даро-мадлари. Дисконтлаш инвестицияларнинг келажакдаги баҳосини уларнинг жорий баҳосига келтирилишини ифодалаб, ҳар хил вақт ва турли шартларда қилинган инвестицияларнинг ҳар хил турларини ўзаро солиштириш имко-нини беради. Шу муносабат билан қуйидаги ҳолни кўрамиз.

Қандайдир молиявий инструмент вақтнинг бошланғич моментидан  $C_0$  даромадни келтирган, биринчи фоиз тўловлари даврида –  $C_1$ , кейингиларида –  $C_2, \dots$ , фоиз тўловларнинг  $n$ -чи даврларида эса –  $C_n$ . Бундай операциялардан ҳосил бўлган жами даромад:

$$D = C_0 + C_1 + C_2 + \dots + C_n.$$

Пул тушумларининг ушбу схемасини вақтни бошланғич моментига дисконтлаш молиявий инструментнинг жорий бозор баҳоси қийматини ҳисоблаш учун қуйидаги ифодани беради:

$$C_0 + \frac{C_1}{(1+\beta)} + \frac{C_2}{(1+\beta)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+\beta)^n} = P_c. \quad (4.3.1)$$

*Аннуитетлар.* Барча тўловлар бир-бирлари билан тенг бўлса, юқорида келтирилган формула (4.3.1) соддалашиб қуйидаги кўринишга келади:

$$C \left( 1 + \frac{1}{(1+\beta)} + \frac{1}{(1+\beta)^2} + \dots + \frac{1}{(1+\beta)^n} \right) = \frac{C((1+\beta)^{n+1} - 1)}{(1+\beta)^n \beta} = P_c. \quad (4.3.2)$$

Агарда бу мунтазам тўловлар ҳар йили тушса, унда улар аннуитетлар дейилади. Аннуитет қуйидагича ҳисобланади:

$$C = \frac{P_c(1+\beta)^n \beta}{(1+\beta)^{n+1} - 1}. \quad (4.3.3)$$

Ҳозирги вақтда ушбу термин барча бир хил мунтазам тўловларга нисбатан уларнинг даврийлигидан қатъий назар кўп қўлланилади.

***Пул оқимларини дисконтлаш методини қўллашга оид мисоллар***



*Мисол 1.* Инвесторга облигациянинг бозор баҳосини (нарҳини) аниқлаш лозим. Облигация бўйича вақтнинг бошланғич моментидан ва ҳар бир купон чорагида номинал нарҳидан (N) 10% миқдорида фоиз даромад (C) тўланмоқда. Облигациянинг муомала муддатидан олдин икки йилдан кейин эса унинг фоиз даромади ва номинал нарҳи 1000 сўмга тенг.

Алтернатив солиштириш учун икки йилга мўлжалланган банк депозити бўйича мураккаб фоизлар схемаси ёрдамида ҳар чорак учун ҳисобланадиган фоиз даромади миқдори 8 фоизга тенг.

*Ечим.* Ушбу мисолни ечиш учун формула 4.3.1 қўлланилади, бунда  $n=8$  (икки йилда 8 марта чоракли купон тўловлари амалга оширилади);

$\beta = 2\%$  (чорак учун қайта ҳисобланган 8 фоизга тенг йиллик фоиз ставка);

$N=1000$  сўм (облигациянинг номинал нарҳи);

$C_0=C_1=C_2=\dots=C_7=C=0,1N=100$  сўм,

$C_8=C+N=1100$  сўм.

Берилган мисол шартларидан фойдаланган ҳолда 4.3.1 формуладан қуйидагини оламиз:

$$C\left(1 + \frac{1}{(1+\beta)} + \frac{1}{(1+\beta)^2} + \dots + \frac{1}{(1+\beta)^n}\right) + \frac{N}{(1+\beta)^n} = \frac{1}{(1+\beta)^n} \left(N + C \frac{(1+\beta)^{n+1} - 1}{\beta}\right).$$

Ушбу формулага параметрларнинг маълум қийматларини қўйиб, облигациянинг бозор баҳосини жорий қийматини оламиз, яъни  $P_C=1686$  сўм.

*Мисол 2.* Тижорат банки томонидан дисконт векселларини жойлаштириш баҳосини аниқланг. Бунда қуйидагилар маълум: вексел 1200000 сўмга тўлов муддати 90 кунга ёзилиб берилган, банк ставкаси йиллик - 12%. Банк мураккаб фоиз схемаси бўйича ойлик фоиз даромад ҳисоблайди. Бир йилни 360 календар кундан иборат деб қабул қилинган.

Мисолни пул оқимларини дисконтлаш методи ёрдамида ечамиз. Бунинг учун 4.3.1 формулани қуйидагича қўллаймиз:

- банкда фоиз даромад уч ой давомида ҳисоблаб борилади, яъни  $n=3$ ;
- 30 кунга қайта ҳисобланган банк ставкаси:

$$\beta = 12 \cdot (30/360) = 1\%;$$

- дисконтли векселга оралиқ тўловлар амалга оширилмайди, яъни  $C_0=C_1=C_2=0$ ;
- уч ойдан сўнг вексел сўндирилади ва у бўйича вексел суммаси (1200000 сўм) тўланади, яъни  $C_3=1200000$  сўм.

Векселни жойлаштириш баҳоси  $P_C$  қандай қийматга эга бўлади?

Келтирилган параметрларни 4.3.1 формулага қўйиб, қуйидаги тенгламани оламиз:  $P_C=1200000/(1,01)^3$ . Уни ечгандан сўнг:

$$P_C=1200000 : 1,030301 = 1164,71 \text{ сўм.}$$

*Мисол 3.* Эмитент бир йил муддатга 500 млн. сўмлик 12 фоизли (купон) облигация чиқармоқда. Эмитент бир вақтнинг ўзида эмиссияни сўндириш ва фоиз даромадни тўлаш учун банкда (махсус ҳисоб рақамда) ҳар чоракнинг бошида маълум бир пул суммаси фондани жамлаб боради. Бу сумма бўйича банк ҳар чоракда 16 фоизли даромадни мураккаб фоизларда ҳисоблаб тўлаб боради. Бир чоракдаги қўйилма миқдорини (солиқни ҳисобга олмаган ҳолда) аниқланг. Бунда охириги қўйилма momenti облигацияни сўндириш ва фоиз даромадини тўлаш моментига мос келади.

*Ечим.* Бу мисолни пул оқимини орттириш методи ёрдамида ечиш қулай. Эмитент бир йилдан сўнг инвесторларга қуйидаги суммани қайтариб бериши лозим:

$$500 + 500 \cdot 0,12 = 500 + 60 = 560 \text{ млн. сўм.}$$

Ушбу суммани у банкдан йилнинг охирида олиши керак. Бунда инвестор банкка куйидаги пул қўйилмаларини амалган оширади:

1) йил бошида  $X$  сўми инвестиция қилиш ва йиллик 16 фоизли (мураккаб фоизлар ставкаси бўйича ҳар чоракдаги тўловлар кўринишида) даромад олиш. Ушбу суммадан инвесторда йил охирига келиб  $X(1,04)^4$  сўм ҳосил бўлади;

2) биринчи чорак тугагач  $X$  сўми қолган уч чоракка аввалги шартларда банкка қўйилади. Натижада, йил охирида ушбу суммадан  $X(1,04)^3$  сўм ҳосил бўлади;

3) шунга ўхшаш ярим йилга йил охирида  $X(1,04)^2$  сўм ҳосил бўлади;

4) учинчи чоракдаги қўйилма бўйича йил охирида  $X(1,04)$  сўм ҳосил бўлади;

5)  $X$  сўмлик банкдаги охириги қўйилма қарзни сўндириш билан боғлиқ ушбу мисолнинг шarti бўйича мос келади.

Шундай қилиб, банкка пул қўйилмасини келтирилган схемаси бўйича амалга ошириб, инвестор йил охирида куйидаги суммани олади:

$$X(1,04)^4 + X(1,04)^3 + X(1,04)^2 + X(1,04) + X = 560 \text{ млн. сўм.}$$

Ушбу тенгламани  $X$  бўйича ечилса,  $X = 103,391$  млн.сўм олинади.

### ***Саволлар***

1. Орттирма ва дисконлаш тушунчаси нимани билдиради?

2. Пулнинг бошланғич ва келажак баҳоси нима?

3. Пул оқимларини ички даромад ставкаси ва дисконтлаш нимадан иборат?

### ***Топшириқлар***

1. Пул оқимларини дисконтлаш методикасини амалий мисолларда ўзлаштиринг.

2. Терминлар луғатини тузинг.

### **4.4. Пулнинг вақт мобайнидаги баҳосини ҳисоблаш**

Барчага маълум бўлган “Вақт – бу пул” деган ибора пулнинг номинал баҳосидан фарқли реал баҳосини (қийматини ва ҳарид имкониятини) вақт ўтиши билан узлуксиз ўзгаришини англатади. Бошқача қилиб айтганда, жорий кундаги бир пул бирлигининг реал баҳоси ўша пул бирлигининг ҳар қандай ўтган вақт даврларидаги реал баҳосидан фарқ қилади ва унинг (ўша пул бирлигининг) келажакдаги (бир ой, йил ва ҳ.к. вақт муддатларидаги) реал баҳосига тенг бўлмайди. Шу муносабат билан ўринли савол пайдо бўлади: қандай ва нима учун бундай ҳолат содир бўлади? Ушбу саволга жавоб топиш учун куйидаги шартли мисолни кўрамиз.

Фараз қилайлик, биз бугунги кунда 1000 сўмга эгамиз ва бу пул суммасини бугуноқ сарфлашимиз ёки келажакда истеъмол учун сақлаб қўйишимиз мумкин. Иккинчи йўл бўйича иш тутилса, бу пул суммасини ўзимизда ҳаракатсиз сақлаб қолдиришимиз ёки банкдаги депозит ҳисоб рақамимизга даромад олиш мақсадида инвестиция сифатида қўйишимиз мумкин. Бунда бизнинг инвестицион ҳатти-ҳаракатимиз кўпдан банк томонидан бериладиган даромад миқдорига ва банк тизимининг ишончилилик ва барқарорлилик даражаларига боғлиқ.

Масалан, банк депозити бўйича 20 фоиз миқдорида йиллик даромад тўланади деб олайлик. Унда депозитга қўйилган пул суммасидан 200 сўмлик (1000 сўмнинг 20 фоизи миқдорида) даромад олишимиз мумкин ва бизнинг умумий пулимиз 1200 сўми ташкил этади. Натижада, бизнинг ҳозирги 1000 сўм пулимизнинг бир йилдан кейинги эквиваленти 1200 сўм бўлади.

Шу муносабат билан савол пайдо бўлади: Банк депозитига пулимизни фоиз даромад олиш учун қўйишимизга бизни нима чорлайди? Бу саволнинг жавоби 4.1-4.3 параграфларда келтирилган инвестициялар даромадлиги ва фоиз ставкаларининг иқтисодий мазмунида мужассамлашган. Фоиз ставкаси пул капиталининг баҳоси сифатида икки таркибдан иборат:

- пулнинг инфляция даражасидан келиб чиқадиган қадрсизланишини компенсацияловчи инфляцион кутиш (таҳлил ва прогноз асосида);

- тўланадиган реал фоиз ставка ёки қўшимча рағбат. Булар, биринчидан, инвестор ўз пулларини инвестиция қилиши учун минимал баҳо (нарх) сифатида, иккинчидан, инвестицияни турли рискларга юз тутгани учун рағбат сифатида вужудга келади.

Юқорида айтилганларга асосланиб, пул маблағларини инвестиция қилишнинг турли вариантларини манфатлилини баҳолаш ва унинг негизида асосли инвестицион қарор қабул қилиш имконини берувчи асосий формулаларни келтиради. Ҳисобларни мураккаб фоизлар схемаси ёрдамида амалга оширамиз (4.2, 4.3 параграфларга қаралсин).

Кўрилатган мисол доирасида ҳисоблашни қуйидаги формула ёрдамида амалга ошириш мумкин:

$$C = PV(1+r),$$

бунда  $C$  – жамғармаларнинг келажакдаги баҳоси;  $PV$  – бирламчи (бошланғич) қўйилма ёки қўйилманинг жорий баҳоси;  $r$  – фоиз ставкаси.

Хусусан:  $C_1=1000(1+0,20)=1200$  сўм.

Агар пул маблағлар кейинги йилга ҳам банк депозитида қолдирилса, унда икки йилдан сўнг қуйидаги суммани оламиз:

1200 сўм биринчи йил учун ва плюс  $1200 \times 0,20 = 240$  сўм иккинчи йил учун, жами 1440 сўм. Унда формулани қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$C = PV(1+r)^2 .$$

Ўхшаш равишда бу формула вақтнинг  $n$ -чи даври учун:

$$C_n = PV(1+r)^n, \quad (4.4.1)$$

бунда  $r$  – ўзгармас миқдор деб олинади.

Ушбу формула ёрдамида пул жамғармасининг келажакдаги (маълум  $n$  муддатдан кейин) баҳосини (агар бошланғич қўйилма ҳар йили  $r$  ставкада даромад келтирса) топиш мумкин.

Агар 4.4.1-формулада  $r$  ўрнига кутилатган инфляция даражасини қўйсак, унда пулнинг келажакдаги баҳосини ( $C_n$ ) топиш мумкин. Бу баҳо, уни пулнинг жорий баҳоси ( $PV$ ) билан солиштирилганда, келажакда пул қанчалик қадрсизланганини кўрсатади.

4.4.1-чи формуладан келиб чиқиб, маълум ( $n$ ) йиллардан кейин мавжуд ( $r$ ) ставкада жамғарма суммасини ( $C_n$ ) таъминлаш учун зарур бўлган бошланғич пул қўйилмасини ( $PV$ ) ҳисоблаб топиш мумкин.

$$PV=C_n/(1+r)^n \quad (4.4.2)$$

Масалан, банк депозитига қанча пул суммасини қўйиш керакки, уч йилдан сўнг белгиланган 25 фоизли йиллик ставка бўйича 5000 сўм даромад олиш мақсадида. 4.4.2-чи формулани қўллаб, 2560 сўм оламиз.

Фоизнинг сузувчан ставкасида натижа бошқача бўлиши мумкин. Масалан, йиллик 50 фоиз даромад келтирувчи лойиҳага инвестиция қилишимиз мумкин. Аммо биринчи йил учун даромадлар 200 сўм миқдорида, иккинчи йил учун эса 400 сўм тўланади. Бу ҳолда келажакдаги даромадларнинг жорий баҳосини (қийматини) топиш лозим. Бунинг учун ҳам 2-чи формулани қўллаш мумкин, лекин бу баҳо эркин даромадлар миқдorigа боғлиқ ҳолда дифференциацияланган (майдаланган) бўлиши зарурлигини ҳисобга олиш керак, яъни:

$$PV=(200/(1+0,5))+(400/(1+0,5)^2)=311 \text{ сўм.}$$

Натижа охириги икки йил учун инвестициялардан кутилган даромадларнинг жорий баҳоси 311 сўмга тенглигини билдиради. Бу натижани ушбу лойиҳага инвестиция қилиш учун зарур бўлган

маблағларнинг жорий баҳоси ёки алтернатив лойиҳаларга қилинадиган инвестициялар даромадлиги билан солиштиришимиз мумкин.

Фараз қилайлик, ушбу лойиҳага алтернатив бўлган лойиҳа бўйича ҳам инвестициядан йиллик 50 фоиз даромад белгиланган бўлиб, лекин ундан (аавлгисидан) фаркли қуйидагича даромад тўлаш тартиби ўрнатилган: биринчи йил учун – 100 сўм, иккинчи йилда – 500 сўм тўланади. 2-чи формулани қўлаб,  $PV=239$  сўм эканлигини топамиз.

Шундай қилиб кўришиб турибдики, инвестициянинг биринчи варианты бўйича даромадларнинг жорий баҳоси иккинчисиникидан юқори, демак пул маблағларини биринчисига инвестиция қилиш мақсадга мувофиқдир.

Айтиш жоизки, келтирилган формулалар пулни даромад келтириши учун иқтисодиётда узлуксиз ҳаракатда бўлиши ва шу орқали унинг қадрини таъминлаш кераклигини кўрсатади.

Амалиётда пул маблағларига бўлган талаб жуда юқори бўлиши ва у ҳар доим ҳам тўла қондирила олинмаслиги ҳолатлари кўп учрайди. Шунинг учун ҳам бу жараён бир-бири билан тенг бўлган бир неча вақт оралиқларига бўлинадики, бу жараён давомида пул маблағларига бўлган умумий талаб тенг улушларда қопланади. Бу ҳолларда ҳам пулнинг жорий ва келажакдаги баҳолари нисбати тўғрисида тасаввурга эга бўлиш лозим.

Ушбу мақсадларда қўлланиладиган формулаларни келтирамиз.

Фараз қилайлик, 10000 сўмни ҳар йили 4 йил давомида йиллик 12 фоиз даромад келтирувчи банк депозитига киритиб борамиз. Агар йиллик қўйилма суммасини  $A$  деб белгиласак, унда 4 йилдан кейинги жамғарилган пул суммаси қуйидаги формула ёрдамида ҳисобланади:

$$C_n = A \frac{(1+r)^n - 1}{r} \quad (4.4.3)$$

Яъни  $C_n=47793$  сўм 28 тийин.

4.4.3-чи формуладан келиб чиқиб, унга тескари бўлган қуйидаги формулани олиш мумкин.

$$A = Cn \left( \frac{r}{(1+r)^n - 1} \right) \quad (4.4.4)$$

Ушбу формула ёрдамида конкрет ( $n$ ) йиллардан кейин зарур бўлган ( $C_n$ ) суммани олиш учун йиллик қўйилмаларнинг ( $A$ ) керакли суммасини ҳисоблаб топиш мумкин.

Масалан, банкдаги муддатли депозитлар бўйича 15 фоизли даромад даражасидан келиб чиқиб, 5 йил давомида 80000 сўмни жамлашимиз лозим. Депозитга ҳар йили қўйиладиган қандай пул суммаси бизга зарур бўлган суммани жамғариш имконини беради? 4.4.1-чи формула ёрдамида йиллик қўйилмаларнинг зарур суммасини топамиз:

$$A = 80000 \frac{0,15}{(1+0,15)^5 - 1} = 11865 \text{ сўм } 24 \text{ тийин.}$$

Келажакдаги жамғармаларнинг жорий баҳосини йиллик тенг қўйилмаларда топиш учун 4.4.2-чи формуладаги  $C$  параметрни 4.4.3-чи формула орқали ифодалаш лозим. Шу йўл билан 4.4.5-чи формулага келамиз.

$$PV = A \left( \frac{(1+r)^n - 1}{(1+r)^n} \right) \quad (4.4.5)$$

Бу формула йиллик қўйилмалар ( $A$ ) суммасидан келиб чиқиб, келажакдаги жамғармаларнинг жорий баҳосини ( $P$ ) ҳисоблаш имконини беради. Агар йиллик 12 фоиз ставкада даромад келтирувчи жамғарма ҳисоб рақамига 4 йил давомида ҳар йили 10000 сўмдан пул киритиб

борсак, унда келажакда 4 йилдан кейин 47793 сўм 28 тийин оламиз (бу натижа 3-чи формула ёрдамида ҳисоблаб топилган). Энди бу даромаднинг ҳозирги баҳосини топишимиз мумкин:

$$P V = 10000 \frac{(1 + 0,12)^4 = 1}{0,12(1 + 0,12)^4} = 30378 \text{ сўм } 49 \text{ тийин}$$

5-чи формуладан унга тескари бўлган 4.4.6-чи формулани келтириб чиқариш мумкин:

$$A = PV \frac{(1+r)^n}{(1+r)^n - 1} \quad (4.4.6)$$

Ушбу 4.4.6-чи формула ёрдамида келажакда маълум суммани (PV баҳосига эквивалент бўлган) жамғариш учун зарур бўлган даврий қўйилмалар суммасини ҳисоблаб топиш мумкин.

Масалан, 90000 сўмлик кредитни 6 ой давомида ойлик 5 фоизлик ставка бўйича фоизлар билан тенг улушлар тўлаш (қайтариш) керак. 6-чи формула бўйича қилинган ҳисоблардан келиб чиққан ҳолда, ойлик тўловлар суммаси қуйидагича бўлади:

$$A = 90000 \frac{0,05(1 + 0,05)^6}{(1 + 0,05)^6 - 1} = 17731 \text{ сўм } 56 \text{ тийин.}$$

Келтирилган барча формулалар чет эл мамлакатлари молиячилари ва банкирлари томонидан кенг қўлланиб келинади.

#### **Саволлар**

1. Пул қўйилмасининг келажакдаги баҳоси қандай ҳисобланади?
2. Зарурий бошланғич пул қўйилмаси қандай ҳисобланади?

#### **Топшириқлар**

1. Пулнинг вақт мобайнидаги баҳосини ҳисоблаш методикасини амалий ўзлаштиринг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **4.5. Базавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш**

Аввал қисқа муддатли қимматли қоғозларнинг (векселлар, депозит и жамғарма сертификатлар) баҳолари ва даромадлилигини кўрамиз.

**Векселлар.** Қуйидагиларни қабул қиламиз.  $N$  – маълум  $t$  кунга ёзиб берилган векселни сўндириш баҳоси. Вексел қандай баҳода сотилиши лозим? Бошқача қилиб айтганда, векселнинг баҳоси қача бўлиши керак?

Агар векселни сўндириш баҳоси (нархи)  $N$  орттирилган сумма деб олинса, унда унинг ҳозирги миқдори (оддий фоизлар схемасини қўллаймиз):

$$Ц = \frac{N}{1 + ix \frac{t}{365}},$$

мос равишда, вексел ва сертификат баҳоси  $Ц$  бўлади.

Агар қимматли қоғоз банк фойдасига ёзиб берилган бўлса, унда банк унинг баҳосини антисипатив фоиз ставкасини қўлаб ҳисоблайди. Банк учун вексел ва сертификатнинг баҳоси:

$$Ц = N(1 - dx \frac{t}{360}).$$

Векселлар ёки сертификатлар билан боғлиқ операциялар даромадлилигини таҳлил қиламиз. Даромадлилик деб қимматли қоғоз эгасининг маълум вақт давомидаги йиллик фоиз ставкада ифодаланган нисбий даромади тушунилади.

Фараз қилайлик, инвестор қимматли қоғозни сўндирилишига  $t_1$  кун қолгунчача сотиб олган ва сўндирилишига  $t_2$  кун қолганда эса сотиб юборган ( $t_1 > t_2$ ). Бундаги даромадни топамиз. Сўндирилишига мос равишда  $t_1$  ва  $t_2$  кунлар қолгунгача мавжуд бўлган депозит фоиз ставкаларини  $t_1$  ва  $t_2$  орқали белгилаб оламиз. Унда сотиб олиш  $C_1$  ва сотиш  $C_2$  нархлари қуйидагича ҳисоблаб топилади:

$$C_1 = \frac{N}{\left(1 + i_1 x \frac{t_1}{365}\right)} \quad C_2 = \frac{N}{\left(1 + i_2 x \frac{t_2}{365}\right)}$$

Вексел эгаси унга ( $t_1 - t_2$ ) кунлар мобайнида эгалик қилганлиги учун сотиш ва сотиб олиш нархлари қуйидаги ифода билан боғланган:

$$C_2 = C_1 x \left(1 + i \frac{t_1 - t_2}{365}\right),$$

Бунда  $i$  - вексел эгасининг йиллик даромади деб олинса, у қуйидагича топилади:

$$i = \frac{\left(\frac{C_2}{C_1} - 1\right) x \frac{365}{t_1 - t_2}}{\left(1 + i_2 x \frac{t_2}{365}\right)} = \frac{i_1 t_1 - i_2 t_2}{\left(1 + i_2 x \frac{t_2}{365}\right)(t_1 - t_2)}.$$

Даромад  $i$  нолдан катта бўлиши учун  $i_1 t_1 > i_2 t_2$  шарти бажарилиши лозим.

Вексел ёки сертификатни сотиш ва сотиб олиш вақтида бир депозит ставкаси ( $i_0 = i_1 = i_2$ ) амал қилади деб фараз қилайлик, унда:

$$i = \frac{i_0}{1 + i_0 x \frac{t_2}{365}},$$

Бундан векселни сўндирилишидан олдин сотилмаса максимал даромад олиш мумкин деган маъно чиқади.

Облигацияларнинг баҳоси ва даромадлилигини (даромад олиш усулига боғлиқ ҳолда) аниқлашда облигацияларнинг қуйидаги ҳар хил турларини кўриб чиқамиз:

- номинал нарҳида сўндирилувчи олдиндан белгиланган купон (фоиз) ставкали облигациялар;
- номинал бўйича сўндирилувчи дисконта билан сотиладиган (жойлаштириладиган) нол купонли облигациялар;
- номинал бўйича сўндирилувчи бир маромда ортиб боровчи купон ставкали облигациялар;
- “француз туридаги” облигациялар (улар бўйича даромад уларни эгалари кўлида бўлган давридагина тўлаб борилади). Облигацияларнинг даромадлари уч кўрсатич асосида белгиланади:
  - 1) даромадлилиқнинг купон нормаси (меъёри) билан (купонда кўрсатилган фоиз ставкасида);
  - 2) даромадлилиқнинг жорий нормаси билан (купон даромадини сотиб олиш нарҳига нисбати билан);
  - 3) даромадлилиқнинг тўлиқ нормаси билан (облигациядан тўлиқ фойдаланганлигидан: фоиз даромад олиш, уларни капитализацияси ва номинал баҳосини олиш).

**Олдиндан белгиланган купон ставкали облигациялар.** Уларнинг баҳосини топишда ўзгармас чекланган рента модели қўлланилиши мумкин. Бунда рентанинг бош ҳади  $R = g \times N$  ( $g$  – купонли фоиз;  $N$  – облигация номинали). Бундан ташқари, облигациянинг сўндирилиш суммасини ҳисобга олиш лозим. Бунда облигация баҳоси:

$$C = g x N x \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n x i} + \frac{N}{(1+i)^n}.$$

Агар тўловлар йилига  $m$  мартаба йиллик  $j$  ставкада ҳисобланиб амалга оширилса, унда

$$Ц = gxNx \frac{(1 + \frac{j}{m})^{mn} - 1}{(1 + \frac{j}{m})^{mn} xj} + \frac{N}{(1 + \frac{j}{m})^{mn}}$$

Облигация даромадлилигининг купон нормаси  $g$ -га тенг. Даромадлиликнинг жорий нормаси

$$i_T = \frac{gxN}{Ц}$$

Облигация даромадлилигининг тўлиқ нормасини ҳисоблаймиз.

Бунда қисқа муддатли қимматли қоғозлар бўйича даромадлиликни топишдагига ўхшаш йўл тугамиз. Фарз қилайлик, облигация сўндирилгунига қадар  $t_1$  йил қолганда  $Ц'$  нарҳда сотиб олинган ва сўндирилишига  $t_2$  йил қолганда  $Ц''$  нарҳда сотилган.

$Ц'$  ва  $Ц''$  учун қуйидаги тенгликни оламиз:

$$Ц'(1+i)^{t_1-t_2} = Ц'' \Rightarrow i = \left(\frac{Ц''}{Ц'}\right)^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1.$$

Агар  $Ц'$  ва  $Ц''$  баҳолар (нарҳлар) назарий равишда баҳоларни ҳисоблаш формуласига мос ҳисоблаб топилса, унда формула устида тегишли операцияларни амалга оширишдан кейин қуйидагини олиш мумкин:

$$i = \left[ \frac{(g(1+i_2)^{t_2} - 1) + i_2)xi_1(1+i_1)^{t_1}}{(g((1+i_1)^{t_1} - 1) + i_1)xi_2(1+i_2)^{t_2}} \right]^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1.$$

Энди фараз қилайлик,  $t_2=0$ , яъни облигация эгаси томонидан сотилмаган, балки муддатида сўндирилган, унда унинг даромадлилиги:

$$i = \left[ \frac{i_1(1+i_1)^{t_1}}{(g((1+i_1)^{t_1} - 1) + i_1)} \right]^{\frac{1}{t_1}} - 1.$$

Бу ҳолда даромадлилик  $i$  сўндирилишига бўлган даромадлилик дейилади. Формулада квадрат қавслардаги ва даражадаги ифодалар 1 (бирдан) катта бўлса даромадлилик маънога эга.

**Ноль купонли облигациялар.** Бу облигациялар дисконта билан сотилади, уларнинг баҳоси:

$$Ц = \frac{N}{(1+i)^n}.$$

Бундай облигациялар даромадлилигининг жорий нормаси нолга тенг, чунки  $g = 0$ . Мантиқан олдинги формулага ўхшаб даромадлиликнинг тўлиқ нормасини топамиз:

$$i = \left(\frac{Ц''}{Ц'}\right)^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1; \quad i = \left[ \frac{(1+i_1)^{t_1}}{(1+i_2)^{t_2}} \right]^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1.$$

Даромад ҳосил бўлади, агар қуйидаги тенгсизлик бажарилса:

$$(1+i_1)^{t_1} > (1+i_2)^{t_2}.$$

Агар банк депозит ставкаси  $i_1$  вақт ўтиши билан ўзгармаса ( $i_1 = i_2$ ), унда даромад ҳар доим бўлади. Фараз қилайлик,  $t_2 = 0$ , яъни облигация ўз эгасида сўндирилгунича қолган, унда  $i = i_1$  (ноль купонли облигациядан даромад банк депозит ставкасига тенг).

**Бир маромда ортиб борувчи купон ставкали облигациялар.** Бундай облигациянинг баҳосини топишда тўловлари ўзгармас ортувчи ўзгарувчан рента моделини қўллаймиз. Бунда  $R=gxN$ ,  $E = g'xN$  ( $g'$ - купон ставкаси  $g$ -ни маълум даврдаги ортиши). Унда облигациянинг баҳоси:

$$Ц = gxNx \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} + Ex \frac{(1+i)^n - (1+in)}{i(1+i)^n} + \frac{N}{(1+i)^n}.$$

Купон даромадлилик  $n$ -чи давр учун ыуйидагича бщлади:  $g + g'(n-1)$ . Жорий даромадлилик:

$$i_1 = \frac{[g + g'(n-1)]xN}{Ц}.$$

Даромадлиликнинг тўлиқ нормаси:

$$i_1 = \left[ \frac{[gxi_2[(1+i_2)^n - 1] + g'(1+i_2)^n - (1+i_2n)] + i_2^2 xi_1^2 (1+i_1)^n}{[gxi_1[(1+i_1)^n - 1] + g'(1+i_1)^n - (1+i_1n)] + i_1^2 xi_2^2 (1+i_2)^n} \right]^{\frac{1}{t_1-t_2}}.$$

“Француз рентаси” туридаги облигациялар. Бундай облигацияларни баҳолашда ўзгармас доимий рента модели қўлланилади. Ушбу облигацияларни баҳолаш модели олдиндан белгиланган купон ставкали облигацияларни баҳолаш моделига ўхшаш. Бу моделлар бир-биридан фақат “ҳаёт давомийлиги” – “француз рентаси” туридаги облигациялар учун  $n$  чексизликка интилади. Унда бу облигацияларнинг баҳоси:

$$Ц = \frac{gN}{i}.$$

Агар тўловлар йилига  $P$  мартаба амалга оширилса, унда баҳо:

$$Ц = \frac{gN}{P[(1+i)^{1/P} - 1]}.$$

Даромадлиликнинг купон нормаси -  $g$ . Даромадлиликнинг жорий нормаси:

$$i_T = \frac{gxN}{Ц}.$$

Даромадлиликнинг тўлиқ нормаси қуйидаги ифодадан ҳисобланади:

$$i = \left( \frac{Ц''}{Ц'} \right)^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1, \quad \text{т.е.} \quad i = \left( \frac{i_1}{i_2} \right)^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1.$$

Даромадлилик ҳосил бўлади, агар  $i_1 > i_2$  бўлса ва бундан қуйидаги хулоса чиқади: бу хол содир бўлади қачонки, облигация  $i_1$  банк ставкаси бўйича унинг сотилишидаги  $i_2$  банк ставкасидан юқорироқ ставкада сотиб олинса. Яна таъкидлаш лозимки, облигацияларнинг сотилиши ва сотиб олиниши нарҳлари банк ставкасига тескари боғлиқликда бўлади.

**Акциялар.** Акциянинг муомала муддати чекланмаган бўлганлиги учун йиллик дивидендларни  $D$  абсолют миқдорда ўзгармас ва бир-бирига тенг деб олиб, акцияларнинг баҳосини аниқлашда доимий рента моделини қўллаш мумкин. Бу моделда рента ҳади  $R = D$ , унда акциянинг баҳоси:

$$Ц = \frac{D}{i}.$$

Акция баҳосини аниқлашда акциялар курси тушунчаси ишлатилади. Акция курси акция баҳосини унинг номиналига нисбати кўринишида топилади:



$$K = \frac{C}{N} = \frac{D}{i}$$

ёки улушлар бирлигида, ёки фоизларда (бу ҳолда тенгликнинг иккала томонини 100 фоизга кўпайтириш лозим) ҳисобланади. Баъзи тегишли адабиётларда “акция курси” тушунчасида дивидендларни икки ҳил ифодалаш (абсолют миқдорда ва фоизларда) билан боғлиқ бир мунча чалкашликлар мавжуд. Билиш керакки, дивиденд ҳар доим абсолют (пул бирлигида) миқдорда ифодаланади, фоизлардаги ифодаси эса дивиденднинг абсолют миқдорини номинал нархи билан солиштиришдан келиб чиқарилади.

“Акция баҳоси” тушунчасини кўришда ҳисоблаб топиладиган баҳоси назарда тутилган. Ҳисоблаб топиладиган баҳодан ташқари акция яна қуйидаги баҳоларга эга:

- номинал баҳога (номиналга);
- курс баҳога (акциянинг бозор баҳоси ёки биржа нархи сифатида хизмат қилади);
- бухгалтерлик (ҳисоб китобидаги) баланс баҳоси.

Номинал – бу акциянинг бирламчи эмиссиясида кўрсатилган баҳоси.

Акцияларнинг курс ёки бозор баҳоси (нархи) турлича ва ҳар ҳил формулалар ёрдамида ҳисоблаб топилади. Акциянинг бу баҳосини ҳисоблашда қўлланиладиган усуллардан бирида икки турдаги инвесторларни мавжудлигидан келиб чиқилади. Инвесторларнинг бир тури юқори дивидендларга йўналган бўлса, иккинчи тури эса акцияларнинг бозор баҳосини ортишига интилади. Шунга мос равишда, акцияларнинг бозор нархи (баҳоси) ўртача вазнлаштирилган сумма кўринишида аниқланади:

$$C_p = x \frac{D}{i} + y C_3, x + y = 1,$$

бунда  $x$  – баланд дивидендларни орзу қилувчи инвесторлар улуши;  $y$  – акциялар курс нархининг ошишини ҳоҳловчи инвесторлар улуши;  $C_3$  – бўлиб ўтган савдоларда (савдоларнинг ёпилиши кунда) акцияларнинг ушбу турига бел-гиланган бозор баҳоси (нархи).

Акцияларнинг бозор нарҳини ҳисоблашда  $x$  ва  $y$  қийматларига боғлиқ ҳолда курс ( $y \approx 1$ ) ёки дивиденд ( $x \approx 1$ ) ёндашув ишлатилиши мумкин. Лекин на курс ва на дивиденд ёндашув акцияларнинг реал баҳосини аниқлашда қониқарли натижа бера олмайди.

Акцияларнинг келажакдаги даврлардаги бозор баҳосини (нарҳини) техник таҳлил методлари ёрдамида ҳисоблаб топилади (4.7-параграфга қаралсин). Бу методларга асосан аввалги даврлар бўйича маълум бўлган акцияларнинг курс нарҳлари статистикаси асосида ушбу акциялар курсини келажакдаги ўзгариши прогноз қилинади.

Акцияларнинг баланс нархи – бу акциядорлик жамиятининг соф активлари ҳажмини (сўмлардаги) унинг жойлаштирилган (тўланган) акциялари сонига нисбати. Акциядорлик жамиятнинг соф активлари қуйидагича ҳисобланади: активлар (асосий воситалар, номатериал активлар, оборот маблағлар) суммаси минус жамиятнинг қарзлари (кредиторлар билан ҳисоб-китоблар, қарз маблағлари, келажак даврлар даромадлари). Акцияларнинг баланс баҳоси ҳар йили бир маротаба йиллик балансни ёпилишидан кейин ҳисобланади. Кўпинча акциянинг бозор нарҳини ҳисоблашда унинг баланс баҳоси ишлатилади.

Акциялар даромадлиги облигацияларникига ўхшаш ҳисоблаб топилади. Даромадликнинг уч кўрсаткичини ажратиб кўрсатиш мумкин:

1) даромадликнинг дивиденд нормаси (фоизларда ифодаланган дивиденднинг акция номиналига нисбати);

2) даромадлиликиннинг жорий нормаси (дивиденднинг акцияни сотиб олиш нарҳига нисбати):

$$i_T = \frac{D}{C} = \frac{D}{D/i} = i;$$

унинг миқдори банкнинг кредит ставкасини ифодалайди;

3) даромадлиликиннинг тўлиқ нормаси ёки акцияга вақтнинг  $\Delta t$  даврида эгалик қилишдаги даромадлилилик. Бунда  $\Delta t$  – йилларнинг бутун бўлган сонига мартта (кратно) оширилган деб фараз қилиб, бизга маълум бўлган сотиш нарҳи  $C_1$  ва сотиб олиш нарҳи  $C_2$  ўртасидаги нисбатни қўллаб, қуйидаги формулани оламиз:

$$C_1(1+i)^{\Delta t} = C_2,$$

унда

$$i = \left( \frac{\frac{x_2}{i_2} D + y_2 C_{32}}{\frac{x_1}{i_1} D + y_1 C_{32}} \right)^{\frac{1}{\Delta t}} - 1.$$

Агар формулада қавслардаги ифода миқдори 1 (бирдан) катта бўлса, даромадлилилик мавжуд бўлади.

Фақат дивидендларни хоҳловчи инвесторлар (акциянинг курс нарҳи ўзгаришини ҳисобга олмайдиган) учун акция кўрсаткичларини ҳисоблашни кўрамиз, яъни  $x_1 - x_2 = l$ ,  $y_1 = y_2 = 0$ . Бунда даромадлилилик нолдан катта бўлади, агар  $i_1 > i_2$  бўлса, яъни банк ставкаси пасайганда даромадлилиқни кузатиш мумкин (албатта, ўзгармас дивидендлар миқдориди).

Ҳозирда барча мутахассислар томонидан бир овоздан акциялар курси ифодаси қабул қилинмоқда.

Юқорида таъкидланганидек, акциялар даромадлилигининг тўлиқ нормаси уч ўзгарувчига боғлиқ: дивидендлар миқдорига, банкнинг ссуда ставкасига ва акциянинг сотилиш нарҳига. Бу ўзгарувчилар акциялар бўйича ноаниқ миқдорлар ҳисобланади, облигациялар бўйича эса фақат ссуда фоизи (номинал ва купон маълум) миқдоригина ноаниқ бўлиши мумкин. Бу ҳолат (ноаниқлик) ишончсизликни келтириб чиқармайди.

Ўзгармас дивидендли ва банк ставкали моделлар (агар баҳоланадиган вақт даврида уларнинг ўртача қийматлари ишлатилса) ўзгарувчан дивидендли ва банк ставкали акцияларни баҳолашда қўлланилиши мумкин.

Инфляциянинг таъсири. Инфляция шароитида пулнинг харид қобилиятини ўзгариши омилини қимматли қоғозларнинг баҳоси ва даромадлилигига таъсирини ҳисобга олиш лозим.

Фараз қилайлик,  $h$  – улуш бирлиги сифатида ифодаланган инфляциянинг ўсиши суръати (темп) бўлса, унда  $(1 + h)$  – инфляциянинг йиллик ўсиши.

Йиллик реал ставка  $i_p$  қуйидаги тенгликдан аниқланади:

$$i_p + 1 = \frac{1 + i_H}{1 + h},$$

бунда  $i_H$  – номинал йиллик ставка.

Эга бўламиз:

$$i_p = \frac{i_H - h}{1 + h}.$$

Тенгликнинг чап ва ўнг тарафларини шундай ўзгартиришга ҳаракат қиламизки, чап тарафида  $i_H$  параметр қолсин, ўнг тарафидаги тенгликни сақлаб қолиш учун эса  $i_n$  параметрни номаълум  $z$  коэффициентга кўпайтирамиз (уни қуйидаги тенгламадан топиш мумкин), яъни:

$$i_H = \frac{i_H z - h}{1 + h}, \quad z = h + \frac{h}{i_H}.$$

Бунда  $r = i_H x z$  орқали белгиланган ставкани киритамиз, унда:

$$r = i_H + h + i_H x h.$$

Ставка  $r$  брутто-ставка дейилади, у инфляцияни ҳисобга олади. Барча аввалги формулаларда инфляцияни ҳисобга олишни киритсак,  $i$  ставкалар ўрнига брутто-ставка  $r$  бўлиши лозим.

Брутто-ставкани оддий фоизлар  $r_H$  бўйича аниқлаймиз:

$$i_p = (1 + i_{pn}) - (1 + h) \Rightarrow i_{nn} = i_{nn} x - h \Rightarrow x = 1 + \frac{h}{i_{nn}} \Rightarrow r_n = i_{nn} + x,$$

бунда  $i_{nn}$  – оддий фоизларнинг номинал ставкаси.

Одий фоизлар бўйича брутто-ставка номинал ставка ва инфляциянинг ўсиш суръати суммасига тенг, мураккаб фоизлар бўйича брутто-ставка эса – номинал ставка ва инфляциянинг ортиш суръати суммасини уларнинг кўпайтмасига оширилган миқдорига тенг.

#### **Саволлар**

1. Векселларнинг баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?
2. Банк сертификатлари баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?
3. Облигациялар баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?

#### **Топшириқлар**

1. Базавий қимматли қоғозлар баҳоси ва даромадлигини ҳисоблаш методикасини амалий масалаларда қўлланг.

2. Терминлар луғатини тузинг.

#### **4.6. Ҳосилавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш**

Акцияларнинг янги эмиссияларига обуна ҳуқуқи акциядорлик жамиятлари томонидан акциядорларнинг манфаатларини устав фондидаги улушларини ўзгартирмасдан сақлаб қолишликка риоя қилиш мақсадида чиқарилади. Одатда бир нечта эски (аввалги эмиссиядаги)  $K$  акциялар акциядорларга янги чиқарилган акцияларга обуна бўлиш ҳуқуқини беради. Эски акцияларнинг бир донаси бозор нарҳини  $P$  деб оламиз. Бир янги акцияга обуна нарҳи  $\Pi$  бўлса, унда обунага ҳуқуқ баҳоси:

$$\Pi = \frac{P - \Pi}{K}.$$

Обуна ҳуқуқи эски акциялар билан бирга муомалада бўлар экан, акцияларнинг бозор нарҳи ўзгаради:

$$P_{a+n} = P + \Pi = P + \frac{P - \Pi}{K},$$

бунда  $P_{a+n}$  – акциянинг ҳуқуқ билан нарҳи.

Обунага ҳуқуқлар алоҳида муомалага кира бошласа, уларнинг бозор нархи акциялардан қатъий назар ўзгариши мумкин.

Варрант акцияларнинг маълум миқдорини маълум нарҳда сотиб олиш ҳуқуқини беради. Акцияларнинг бозор нархи  $P$  бўлсин деб олайлик, варрант бўйича белгиланган акция нархи  $\Pi$  ( $\Pi < P$ ), бир варрантга  $V$  миқдорда акцияларни сотиб олиш мумкин, унда варрантнинг баҳоси:

$$C_e = (P - \Pi)V.$$

Варрантни чиқаришда варрант бўйича белгиланган акция нархи ( $\Pi$ ), бозор нарҳидан ( $P$ ) юқори бўлиши мумкин, унда амал қилишнинг бошланғич вақтида варрант баҳоси назарий баҳосидан фарқ қилади. Бу ҳолда варрант  $C_o$  нарҳда сотилади. Агар акциянинг бозор нарҳи вақт ўтиши билан кўтарилса ва варрант бўйича белгиланган нарҳдан ошиб борса, унда унинг баҳоси назарий баҳога яқинлашади.

Варрантнинг даромадлиги бошқа қимматли қоғозларга ўхшаш аниқланади, яъни:

$$C'(1+i)^{\Delta t} = C'',$$

бунда  $C'$  ва  $C''$  – сотиб олиш ва сотиш нарҳлари;

$\Delta t$  – қимматли қоғозга эгалик қилиш вақти (муддати, даври).

Бундан даромадлилик:

$$i = \left( \frac{C''}{C'} \right)^{\frac{1}{\Delta t}} - 1.$$

Бизнинг ҳолда  $C' = C_o$ ,  $C'' = (P - \Pi) \times V$ ,

$$i = \left[ \frac{(P - \Pi) \times V}{C_o} \right]^{\frac{1}{\Delta t}} - 1.$$

Опционлар – акцияларнинг маълум миқдорини маълум нарҳда ва белгиланган муддатда сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини берувчи контракт. Опцион бўйича узун позицияни эгаллаган шахс (яъни сотиб олувчи) бозор конъюнктурасининг яхши бўлмаган ҳолатида контрактни бажармаслик ҳуқуқига эга бўлади.

Опционларнинг икки турини кўраемиз: колл опцион (сотиб олишга ҳуқуқ) ва пут опцион (сотиб олишга ҳуқуқ). Ҳаридор колл опционни сотиб олишда акциялар курсини кўтарилишига умид қилади. Агар контракт муддатининг тугаши моментига акциялар нарҳи кўтарилса ( $P > \Pi$ ), унда колл опцион ҳаридорининг даромади:

$$D_c = (P - \Pi) - K - C,$$

бунда  $P$  – контрактнинг тугаши кундаги акциянинг бозор нарҳи;

$\Pi$  – опцион контрактида белгиланган акция нарҳи (страйк-нарх);

$K$  – опцион контракт бўйича акциялар сони;

$C$  – опционни сотиб олиш нарҳи (опцион бўйича рағбат, яъни премия).

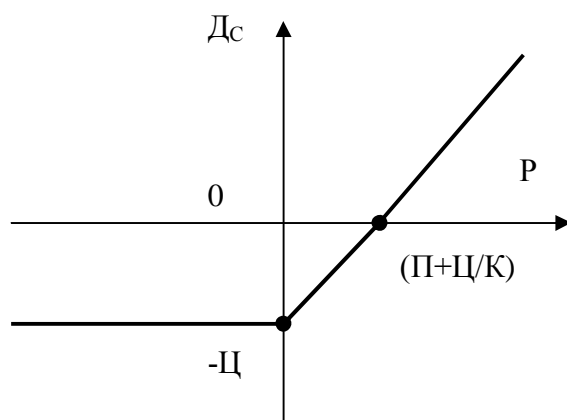
Агар контрактнинг тугаши моментига келиб бозор нарҳи пасайса ( $P < \Pi$ ), унда опцион эгаси акцияларни сотиб олишдан воз кечади ва бунда у опцион нарҳига тенг суммани йўқотади:

$$D_c = -C.$$

Колл опцион ҳаридорининг даромади функцияси 4.7.1-расмда келтирилган. Ундан кўришиб турибдики, колл опционни ҳаридори учун у манфаатли, агар акциянинг бозор нарҳи куйидаги ифода миқдоридан кўп бўлса:

$$\left(\Pi + \frac{Ц}{K}\right),$$

акс ҳолда зарар келтириши мумкин.



Расм. 4.7.1. Колл опцион харидорининг даромад функцияси

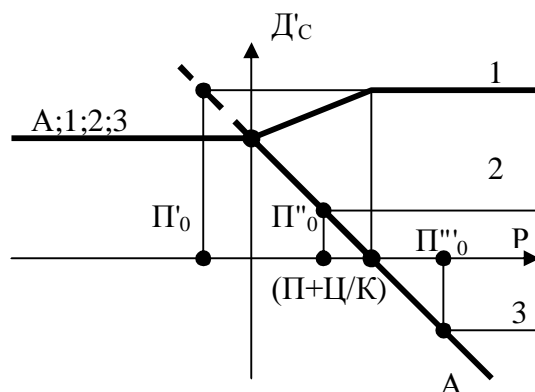
Колл опцион сотувчисининг даромади қандай эканлигини таҳлил қиламиз. Бунда қуйидаги мавжуд:

$$D'_c = (\Pi - P)K + Ц.$$

Колл опцион сотувчисининг синиқ чизиклари 4.7.2-расмда келтирилган. Агар  $P < \Pi$  бўлса, унинг даромади ўзгармас ва опцион учун олинган рағбатга тенг.  $P > \Pi$  бўлганда, даромад кескин пасаяди (синиқ чизик AA) агарда, колл опцион сотувчиси контрактга кирган акцияларга эга эмас бўлса, ва унга уларни бозор нарҳида сотиб олиш тўғри келса. Агар опцион контракти тузил-ган акциялар унинг томонидан олдиндан  $\Pi_0$  нарҳдан сотиб олинган бўлса, унда  $\Pi_0$  миқдорига боғлиқ равишда даромаднинг синиқ чизиғи ҳам ўзгаради. Агар  $\Pi_0 < \Pi$  бўлса, унда даромад 11 синиқ чизик билан ифодаланади.

$\Pi < \Pi_0 < \Pi + Ц/К$  ҳолатига 22 синиқ чизик мос келади.

$\Pi_0 > \Pi + Ц/К$  ҳолатига 33 синиқ чизик тўғри келади.



Расм. 4.7.2. Колл опцион сотувчиси даромади функцияси

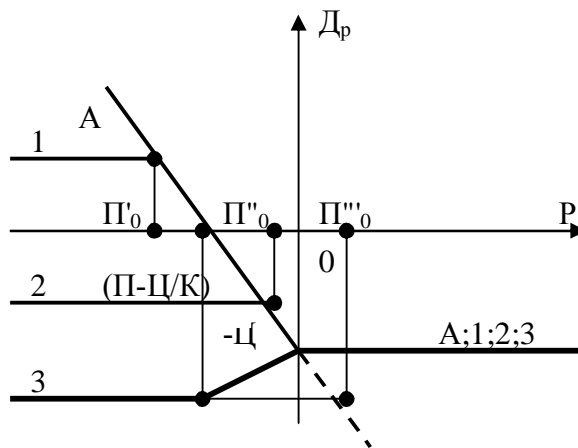
Таъкидлаш жоизки, графиклар ординатасининг ўнг тарафидаги текислик опцион харидори томонидан контракт шартлари бажарилишини қабул қилиши ҳолатига мос келади. Чап тарафидаги ярим текислик эса унинг акс ҳолатига мос келади.

Колл опциони сотувчиси учун қуйидаги хулоса қилиш мумкин: колл опционни сотиш фақат маънога эга қачонки, агар қимматли қоғоз мавжуд бўлса ва  $P_0$  нарҳда ( $P$ ,  $C$  ва  $K$  билан  $P_0 < P + C/K$  нисбатда бўлса) сотиб олинган бўлса. Акс ҳолда контракт зарар келтиради.

Пут опцион сотиб олувчи акцияларнинг бозор нарҳини пасайишига умид қилади. Унинг даромади ўша белгиларда қуйидагича бўлади:

$$D_p = (P - P)K - C.$$

Пут опциони харидори даромадининг синиқ чизиқлари 4.7.3-чи расмда кўрсатилган.



Расм. 4.7.3. Пут харидори даромади функцияси

Графикда чап ярим текислик пут опциони харидори томонидан контракт шартларини бажарилиши ҳолатига мос келади. Ўнг ярим текислик эса акс ҳолатга мос келади (контракт шартларини бажаришдан воз кечишига).

Синиқ чизик АА қуйидаги ҳолатга мос келади: пут опцион харидорида талаб қилинган фонд инструментлари бўлмаган ва у контракт шартларини бажариш учун керакли акцияларни бозордан пасайтирилган нарҳда сотиб олишга ва  $P$  нарҳда сотишга мажбур бўлганлиги эвазига юқори даромадга эга. Бундан қуйидаги хулоса чиқади: пут опционини сотиб олишда опцион контракти акцияларига олдиндан эга бўлмаслик фойдалироқ, колл опционни сотишда эса бу акцияларни олдиндан сотиб олиш фойдалироқ.

Энди пут опциони харидори олдиндан талаб қилинган фонд инструментини  $P_0$  нарҳда сотиб олиш ҳолини кўрамиз. Синиқ чизик 11

$$P_0 < ( P - \frac{C}{K} )$$

ҳолатига мос келади. Синиқ чизик 22

$$\frac{C}{(P - K)} < P_0 < P$$

ҳолатига мос келади. Синик чизик  $33 - P_0 > P$  ҳолатига мос келади.

Қуйидаги ҳулосага келиш мумкин:  $P_0$  нарҳда сотиб олинган фонд инструменти мавжудлигида, ушбу фонд инструментига пут опционини сотиб олиш фақат агар  $P$ ,  $C$  ва  $K$  қуйидаги шартни қониқтирса маънога эга, яъни:

$$(P - \frac{C}{K}) > P_0;$$

акс ҳолда пут опцион харидори зарар кўради.

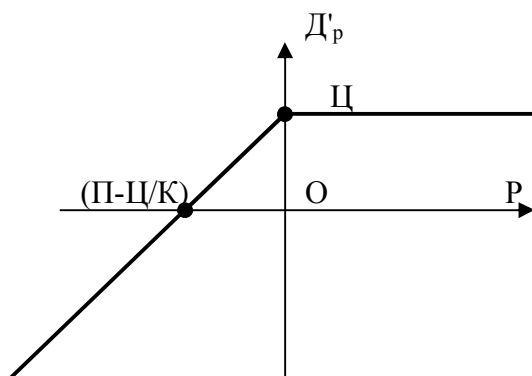
Пут опцион сотувчиси даромади:

$$D'_p = (P - P)K + C.$$

Пут опцион сотувчиси даромадининг синик чизиғи 4.7.4-чи расмда ифодаланган. Бу функцияга мос равишда, пут опцион сотувчиси даромадга эга бўлади, агарда фонд инструменти бозор нарҳи қуйида келтирилган ифода миқдоридан камаймаса, яъни:

$$(P - \frac{C}{K}).$$

Акс ҳолда у зарар кўради.



Расм. 4.7.4. Пут опцион сотувчиси даромади функцияси

Турли контрагентларнинг опцион контрактларидан даромад олиш шартларини ҳисобга олсак, контракт параметрларини танлаб олиш даромадни ҳар қандай ҳолатда таъминлайди.

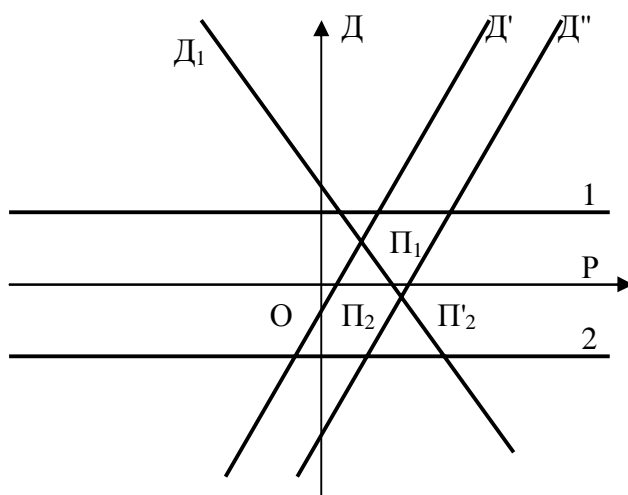
Фьючерсларнинг даромадлиги. Фьючерс контрактлари даромадли-лиги анча соддарок график кўринишга эга – тўғри чизикларга. Опцион харидоридан фарқли, фьючерс харидори фьючерс контракти шартларидан воз кечиши мумкин эмас.

Фьючерс контрактларидан даромад олиш учун бир фьючерс контракти сотилади ва бир вақтнинг ўзида ўхшаш контракт бошва нарҳда сотиб олинади. Бундаги нарҳлар тафовути эвазига даромад таъминланади.

Фьючерс контракти сотувчиси  $K$  донна акцияларни  $P_1$  нарҳда етказишга фьючерсни сотди деб олайлик. Бунда вақтнинг маълум бир даврини охирига келиб, акция нарҳи бозор нарҳи ( $P$ ) бўлиб қолди. Фьючерс сотувчиси даромади бунда қуйидаги тўғри чизик билан ифодаланади:

$$D_1 = (P_1 - P)K.$$

Тўғри чизик  $D_1$  4.7.5-чи расмда ифодаланган.



Расм. 4.7.5. Фьючерслар операциясидаги

Бир вақтн даромадлар функцияси кцияларни сотиб олишга ўхшаш фьючерс контрактини сотиб олади. Ўхшаш фьючерс контрактларини бир вақтнинг ўзида сотиш ва сотиб олиш бўйича амалга оширилган битишувлар офсет шартномалари дейилади. Иккинчи контракт бўйича даромад:

$$D'_2 = (P_1 - P_2)K.$$

$P_2 < P_1$  учун жами даромад  $P$  ўқига параллел бўлган тўғри чизик 1 билан ифодаланади. Бу ҳолда фьючерснинг сотувчиси ва харидори ҳар доим даромадга эга бўлади.

Агар  $P_2 > P_1$  бўлса, унда сотиб олинган фьючерс контракти бўйича даромад  $D_2''$  тўғри чизик билан ифодаланади. Унда жами даромад  $D_1'' + D_2''$  тўғри чизик 2 билан ифодаланади, яъни у ҳар доим манфий бўлади.

#### **Саволлар**

1. Варрант баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?
2. Опцион баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?
3. Фьючерс баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?

#### **Топшириқлар**

1. Ҳосилавий қимматли қоғозлар кўрсаткичларини ҳисоблаш методикасини амалий масалаларда кўлланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **4.7. Фундаментал ва техник таҳлил асослари**

#### **Таҳлил усуллари ривожланиши масалалари**

Инвестицион жараённинг асосий масалаларидан бири – бу қимматли қоғозлар таҳлили (*security analysis*) ҳисобланиб, ўз ичига қимматли қоғозлар-нинг алоҳида турларини (ёки гуруҳларини) ва уларнинг бозорларини ўрганади. Бундай таҳлилнинг инвестицион жараёндаги асосий мақсадлари-дан бири – бу вақтнинг танлаб олинган жорий моментда нотўғри баҳоланган қимматли қоғозларни аниқлаш.



Ҳозирда қимматли қоғозларни фундаментал (*fundamental analysis*)<sup>23</sup>, техник (*technical analysis*)<sup>24</sup> ва уларнинг доирасидаги бошқа турли таҳлил усуллари мавжуд<sup>25</sup>. Ҳар бир усул маълум шароитларда бошқасига нисбатан устун томонлари ва камчиликларга эга. Лекин, таҳлил амалиёти шуни кўрсатадики, бу усулларнинг ижобий тарафлари бўлишига қарамай, барча камчиликларини тўлиқ бартараф қилиш мушкулдир. Сабаб шундаки:

- жаҳон глобаллашуви шароитида молия бозорлари ҳаддан ташқари тез суръатлар билан ривожланмоқда, бунда глобаллашув жараёнларининг талаблари жадал равишда ортиб бормоқда (1-чи бобга қаралсин);

- миллий молия бозорлари турли омиллар (ички ва ташқи) таъсирига ўта сезгир бўлиб, риск ва кризисларга мойил бўлган ҳолда тез ўзгариб бормоқда, бу шароитларда уларнинг эгиловчан мослашиши, рақобатбордошлилик ва барқарорлик даражалари инерцион характерга эга (1-чи ва 3-чи бобларга қаралсин);

- молия бозорларида молия инжинирингининг катта ҳажмдаги инновацион маҳсулотлари пайдо бўлиб, турли олдиндан прогноз қилиниши қийин янги жараёнларни келтириб чиқармоқда ва х.к.<sup>26</sup>;

- таҳлил амалиётининг асосий мезонлари объективлик, оперативлик (тезкорлик), тўлиқлик, чуқурлик ва адекват аниқлик бўлгани учун юқорида келтирилган усуллар бу мезонларни барчасини ҳар доим ҳам комплекс таъминлаб бера олмайди. Масалан, таҳлилчилар кўпинча техник ва фундаментал таҳлиллар натижалари нисбати кўринишидаги оддий математик формулани кўллайдилар, аммо бундай ёндашув примитив бўлиб, икки усул бўйича олинган натижаларнинг оддий тафовути миқдоринигина ифодалайди ва қайси бир усулнинг объектив натижа берганлиги тўғрисида маълумот бермайди. Қимматли қоғозни таҳлили чоғида уни реал (фундаментал усулга асосланган) ёки бозор (техник усулга асосланган) баҳоси ҳамда унинг реал ва бозор даромадлиги кўрсаткичлари баҳоланади, чунки улар фонд бозори қатнашчиларини кўпроқ қизиқтиради. Юқоридаги мисолдан келиб чиқиб, на техник ва на фундаментал, на аралаш усул ушбу кўрсаткичларнинг объектив баҳосини бера олмаслигини тушуниш қийин эмас. Чунки қимматли қоғознинг ўз базисига эквивалентлиги даражаси ҳар иккала усулда ҳар доим айтилган мезонлар талабига мос тўлиқ намоён бўлавермайди, демак, уларнинг ёрдамида ҳисобланган кўрсаткичлар баҳоси объектив бўлмайди. Ушбу қонуниятни кўриш учун қуйидаги назарий фикр-мулоҳазаларни келтириш мумкин. Маълумки<sup>27</sup>, акциянинг реал баҳоси фундаментал усул ёрдамида эмитентнинг молиявий ҳисоботлари кўрсаткичлари асосида ҳисобланиб, акцияни жорий ички (баланс) баҳосини ифодалайди. Лекин акциянинг бозордаги талаб ва таклиф (бозор конъюнктураси) асосида шаклланивчи бозор нархи акциянинг реал баҳосидан қандайдир мавҳумлиги билан фарқ қилиши мумкин, чунки бозор нархи кўпинча кўзга ташланмайдиган спекулятив бозорда вужудга келувчи сирли тенденцияларни ҳам ўз ичига олади. Бундай тенденциялар одатда спекулятив бозорнинг олдиндан ҳар доим ҳам тўлиқ идрок қилиб бўлмайдиган жараёнларни рисклар ва турли омиллар (жумладан спекулятив савдо қатнашчиларининг субъектив тарзда хоҳиш ва имкониятларининг эҳтимолий ўзгариши, яъни рефлексивлик назариясига асосан) таъсири остида кечиши эвазига ҳосил бўлади. Демак, акциянинг ўз базисига эквивалентлилик даражаси асосида объектив (ҳақиқий) баҳосини аниқлаш муҳим аҳамиятга эга (1.1, 2.1 ва 2.2 параграфларга қаралсин).

<sup>23</sup> Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.;

<sup>24</sup> Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб.пособие.-2-е изд.-М.: Вита-Пресс, 1999.-400 с.

<sup>25</sup> Шохаззамий Ш.Ш. Секьюриметрика. Дарслик.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.

<sup>26</sup> Шохаззамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга. -Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

<sup>27</sup> Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.

Буларнинг барчаси ва бошқа вақтинчалик идрок қилиниши мураккаб бўлган омил ва жараёнлар таҳлил амалиётининг мавжуд усуллари узлуксиз такомиллашув жараёнида ёки уларнинг асосида янгилари пайдо бўлиб келмоқда. Бу жараённинг объектив маҳсули сифатида қимматли қоғозларни секьюриметрик (финансометрик) таҳлили усулини алоҳида кўриш мақсадга мувофиқ (4.8-параграфга қаралсин), чунки у юқорида келтирилган баъзи ҳолатларни бартараф қилишнинг озми кўпми имконини бериши мумкин.

### ***Фундаментал таҳлил усули асослари***

Фундаментал таҳлил мазмунан ҳар қандай молиявий активнинг “ҳақиқий” (ёки ички реал) баҳоси келажакда актив эгаси олиши мумкин бўлган барча нақд пул оқимларининг келтирилган баҳосига тенг деган фикрдан келиб чиқади. Шунга мос равишда таҳлилчи (аналитик)-“фундаменталчи” нақд пул оқимлари миқдорини ва уни тушум вақтини аниқлашга интилади, кейин эса унга мос дисконтлаш ставкасини қўллаб уларнинг келтирилган баҳосини ҳисоблайди. Аниқроқ айтилса, аналитик на фақат дисконтлаш ставкасини баҳолайди, балки келажакда акция бўйича тўланадиган дивидендлар миқдорини ҳам проноз қилиши лозим. Дивидендлар миқдорини прогноз қилиш фирманинг фойда кўрсаткичларини бир акцияга ва дивидендлар тўлаш коэффициентига нисбатан ҳисоблашга эквивалент бўлиб, бир вақтнинг ўзида дисконтлаш ставкасига ҳам баҳо беришни тақозо этади. Фирма акциясининг ички баҳоси аниқланганидан сўнг бу баҳо акцияларнинг жорий бозор курси билан солиштирилади. Бундан мақсад бозорда акция тўғри баҳоланганлигини аниқлашдан иборат. Агар акциянинг ички баҳоси жорий бозор курсидан паст бўлса, ундай акцияни оширилиб баҳоланган дейилади, аксинча бўлса – паст баҳоланган акция дейилади. Бунда акциянинг ички ва жорий бозор курси орасидаги тафовут тўғрисидаги информация таҳлилчи учун муҳим аҳамиятга эга. Аналитик-фундаменталчиларнинг фикрича: акцияни нотўғри баҳоланишининг ҳар қандай ҳолати кейинчалик бозор томонидан тўғриланади: паст баҳоланган акциялар курси тезроқ ошади, оширилиб баҳоланган акцияларнинг курси эса ўртача бозор курсига қараганда секинроқ ўсади.

Фундаментал таҳлил қуйидаги йўналишлар доирасида амалга оширилади:

1. Макроиктисодий таҳлил, бунда қуйидаги омилларни (1.1, 1.2, 1.4 параграфларга қаралсин) ҳисобга олинган ҳолда иқтисодиёт ва молия бозорининг ҳолати (1.6, 1.7, 3.1 параграфларга қаралсин) баҳоланади:

- ЯИМ, бандлик, инфляция, фоиз ставкаси, валюта курслари ва ҳ.к.;

- Ҳукуматнинг монетар ва фискал сиёсатлари, уларни бозорга таъсири, бунда инвестицион муҳит ва бозорнинг самараси аниқланади (баҳоланади);

2. Индустириал таҳлил, бунда иқтисодиётдаги фаоллик цикли (даври), унинг индикаторлари ҳамда тармоқларни фаоллик даражасига нисбатан ва ривожланиш даврлари бўйича таснифлаш амалга оширилади, умуман олганда тармоқларнинг параметрларни бозор конъюнктураси трендидан оғишлари таҳлил қилинади ва прогнози амалга оширилади, тармоқ ривожланишининг сифати таҳлил қилинади;

3. Конкрет фирма таҳлили, бунда фирманинг менежменти ҳолати ва ривожланиши истиқболлари, ташкилий ва бизнес фаолияти шароитлари, корпоратив бошқаруви (сиёсати) ҳолати, молиявий ҳолати кўрсаткичлари, бизнеси баҳоси, бозордаги ўрни ва ҳ.к. кўрсаткичлари таҳлилий баҳоланади;

4. Қимматли қоғозлар баҳосини ва уларнинг портфелини моделлаштириш. Қимматли қоғозлар баҳосини моделлаштиришда фонд бозорининг тузилмаси (1.1 - 1.3 параграфларга қаралсин) ҳисобланади. Қимматли қоғозларнинг кичик миқдори билан боғлиқ битишувлар ҳар куни амалга ошириладиган тор бозор уларнинг сезиларсиз миқдорига ўта сезгир бўлганлиги учун нархлар

бундай бозорда бошқарилиши мумкин, яъни бир нечта битишувларни амалга ошириш ҳисобига курснинг кутилган даражадаги ошиши ёки пасайишига эришиш мумкин. Кенг бозорда эса йирик битишувлар ҳам ундаги нархларга унчалик таъсир кўрсатмайди, чунки бундай битишувлар ҳар куни амалга оширилади.

Фундаментал таҳлилнинг барча кўрсатилган йўналишлари доирасида амалга ошириладиган кўп сонли ва мураккаб таҳлил мажмуаси юқорида айтилган мазмунни ифодалайди ва амалга оширилишини таъминлайди.

Айтиш жоизки, фундаментал таҳлил усулидан 1974 йилга келиб Бенжамин Грэхем ва Джеймс Ри воз кечиб, янгича ёндашувни ишлаб чиққанлар<sup>28</sup>. Уларнинг фикрича, фонд бозори эффе́ктив (самарали) бўлганлиги сабабли, ноэ́ффе́ктив қисмлари камайиб бормокда, бу эса ўз навбатида аниқланиши мумкин бўлган баъзи ноэ́ффе́ктив компаниялар акциялари билан боғлиқ. Шу мақсадда улар бундай компанияларни аниқлаш учун маълум критерийлар (мезонлар) тўпламини таклиф қилдилар.

Грэхэм-Ри ёндашувини механик тарзда қўллаш мумкин, чунки фирманинг жорий молиявий ҳолатини формал текшириш ва молиявий ҳисоботларидан олинган баъзи кўрсаткичларни фирманинг акцияларини жорий курси ва даромадлигини облигацияларнинг ААА рейтинги билан солиштиришдан иборат. Бунда қуйидаги 10-та содда саволга “ха ёки йўқ” деган жавоб бериш талаб қилинади.

<b><i>А. Моддий рағбат</i></b>	<b><i>Б. Риск</i></b>
1. “Нарх-даромад” нисбати ААА рейтингли облигациялар даромадлигининг тескари ярим миқдоридан камми? Масалан, ААА рейтингли облигациялар даромадлиги 12 фоиз бўлса, унда тескари миқдори $1/0,12=8,33$ , ундан ярмиси эса 4,16. Шундай қилиб, бу акция учун саволга жавоб “ха” бўлиши ҳолатида унинг “нарх-даромад” нисбати миқдори 4,16-дан кам бўлиши керак.	6. “Қарз-капитал” нисбати 1 (бирдан) камми? Бу нисбат – умумий қарзни баланс ҳисоботида мос келувчи акциядорлик капиталига бўлинмаси.
2. “Нарх-даромад” нисбати миқдори охириги беш йил учун “нарх-даромад” нисбатининг “ўртача” энг катта миқдоридан 40 фоиз камми? Бунда акция учун бир йилдаги “нарх-даромад” нисбатининг “ўртачаси” – бу акциянинг ўртача йиллик нарҳини шу йил учун акция бўйича даромад миқдorigа бўлинмасига тенг.	7. Жорий нисбат 2 (иккидан) каттами? Бу нисбат – жорий активларни жорий мажбуриятларга бўлинмаси.
3. Акция бўйича дивиденд даромад-лиги ААА облигациялар бўйича даромадлигининг $2/3$ қисмидан кам бўлмаган миқдorigа тенгми?	8. Умумий қарз жорий активларнинг соф баҳосини иккига кўпайтирилган миқдоридан камми? Бунда жорий активларнинг соф баҳоси – бу жорий

<sup>28</sup> Paul Blustein, “Ben Graham’s Last Will and Testament”, Forbes (August 1, 1997), pp.43-45; and James B.Rea, “Remembering Benjamin Graham-Teacher and Friend”, Journal of Potfolio Menegement, 3, no.4 (Summer 1997), pp/62-72; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ.-М.: Инфра М, 1999.-с.579-580.

	активлар ва умумий қарз айирмаси.
4. Акция нархи бир акцияга ҳисоб-ланган реал баланс баҳосининг 2/3 қисмидан камми? Бунда бир акцияга ҳисобланган реал баланс баҳоси – бу жами активлар ва умумий қарз айирмасини муомаладаги акциялар-нинг умумий миқдорига бўлинганига тенг.	9. Охириги 10 йилда бир акцияга даромадлар ўсиши суръати йилига ўртача 7 фоиздан кам эмасми? Бунда $g$ ўсиш суръати $E_0 = E_{-10}(1+g)^{10}$ формуладан топилади ( $E_0$ – охириги йил учун бир акция бўйича даромадлар, $E_{-10}$ – 10 йилдан тугаганидан кейинги йил учун бир акцияга даромадлар). Агар саволга “ҳа” жавобини олиш керак бўлса, унда $g$ 7 фоиздан кам бўлмаслиги лозим.
5. Акция нархи бир акцияга ҳисоб-ланган жорий активларнинг соф баҳосининг 2/3 қисмидан камми? Бу баҳо жорий активлар ва умумий қарз айирмасини муомаладаги акциялар-нинг умумий миқдорига бўлинганига тенг.	10. 9-чи саволдаги вақт муддатида (яъни 8 ёки ундан кўп йилда) $g$ 5 фоизга тенгми ёки камми? Бунда даромадлиликнинг йиллик ўсиш суръатини 10-та кўрсаткичларини аниқлаш керак, кейин уларнинг камида иккитаси 5 фоиздан кўп бўлишини текшириш лозим, масалан, 4 фоизга тенглигини.

Саволларнинг биринчи 5-таси моллий рағбатга (премияга), қолган 5-таси эса риска бағишланган. Бу саволларга жавоб топишдан мақсад энг катта “рағбат-риск” нисбатига эга акцияларни топишдир. Грэхэм-Ри бўйича акцияни сотиб олишни таклиф қилиш учун барча саволларга ижобий жавоб бериши шарт эмас. Масалан, аввал 6-чи савол бўйича салбий жавоб олинган акцияларни ҳисобдан чиқарилади. Кейин 1, 3 ёки 5-чи саволга “йўқ” деган жавоб олинган акциялар инобатга олигмайди. Қолган акциялар эса сотиб олиш учун номзод бўладилар.

Қайси акцияларни сотиш керак деган қарорга инвестор Грэхэм-Ри ёндашувига асосан келмоқчи бўлса, икки ҳол кўрсатилади: акциялар курси 50 фоизга кўтарилганида ёки уларни сотиб олинганидан икки йил ўтса (бу ҳолатларнинг қайси бири олдинроқ содир бўлса) сотиб юбориши лозим бўлади. Агарда бу икки ҳол ҳам содир бўлмаса, акциялар дивиденд бермаса ёки кўрсатилган саволларга “йўқ” деган жавоб бўлса, унда акциялар тездан сотилиши шарт бўлади.

#### ***Техник таҳлил усули асослари***

Техник таҳлил мазмунан ҳар қандай молиявий активнинг бозор (ёки ташқи) нарҳини молия бозори объектив баҳолайди деган фикрдан келиб чиқади. Бу усул умуман олганда акциялар бозори курслари конъюнктурасини конкрет фирма акциялари курслари динамикасига прогноз бериш учун ўрганайди. Бунда аввал курслар динамикасида циклар (даврлар) ёки қайтариладиган тенденцияларни аниқлаш мақсадида олдинги даврлар учун бозор курслари тадқиқ қилинади. Кейин эса аввалги даврларда аниқланган тенденцияларга ўхшаш жорий тенденцияларни аниқлаш мақсадида вақтнинг охириги даври учун акциялар курслари таҳлил қилинади. Таҳлилнинг охирида ҳозирги мавжуд ва аввалги аниқланган акциялар курслари тенденциялари ўзаро солиштирилади. Бунда нарх трендлари даврий қайтариледи деб қабул (фараз) қилинади. Шундай қилиб, аналитик кўриладиган акциялар бўйича аввалги ва жорий бозор тенденцияларини аниқлаган ҳолда, курсларнинг келажакдаги динамикасини етарлича аниқ прогноз қилишга ишонган ҳолда таҳлил қилади.

Техник таҳлил ёрдамида <sup>29</sup> фонд бозоридаги нархлар динамикасини иқтисодий ҳодисаларнинг мазмунига кирмасдан тадқиқини амалга оширса бўлади. Уни яна график таҳлил (графиклар, гистограммалар, нуқтали диаграммалар, нархлар ҳаракати, индекслар усули) ҳам дейилади. Бунда фонд индекслари бозор ҳолатини яхшироқ ифодалайди (4.8 параграфга қаралсин).

Техник таҳлилни амалга оширишга қуйидаги муҳим тахминларга асосланилади:

- ташқи омилларнинг ҳар қандай ўзгаришлари қимматли қоғозларни бозор нархлари (курслари) динамикасида ўз аксини топади;
- фонд бозоридаги нархлар динамикаси олдиндан идрок қилинадиган маълум қонуниятларга бўйсунди, бундай қонуниятлар барқарор бўлиши мумкин;
- қимматли қоғозлар курсларининг аввалги ва жорий бозор тенденцияларини ўрганиш асосида уларнинг келажакдаги ўзгариш динамикасини прогноз қилиш мумкин.

График таҳлил қуйидаги уч асосий масалани ечишда қўлланилади – фонд бозоридаги нархлар даражасини прогноз қилиш; қимматли қоғозларни сотиш ва сотиб олиш вақтининг оптимал моментини топиш; фундаментал таҳлил натижаларининг тўлиқлиги ва тўғрилигини текшириш.

#### ***Таҳлил усуларини такомиллаштирилиши тўғрисида***

Ҳозирда ҳар иккала усул бир-бирида фарқлансада, ўзларида бир-бирларининг у ёки бу компонентларини қўллайдилар. Бундан ташқари улар бошқа таҳлил назариялари унсурларини ҳам ўз ичига олишган, масалан, “эффektiv бозор” моделларини, “эҳтимолий асосда беҳосдан қилинган танлов” концепциясини. Бунга қарамасдан ҳар иккала усул ҳам ҳозирда фонд бозорларини таҳлил қилишда бош мавқега эга бўлиб келмоқда. Лекин, бу усуллар янги ёндашувларни пайдо бўлиши эвазига такомиллашиб бормоқда. Масалан, И.Фишернинг фоиз ставкалар назариясини, Уильямснинг капитал активларни баҳолаш назариясини, Найтнинг аниқ бўлмаган омиллар ва рискларни сифат таҳлили методини, Марковицнинг (кейинчалик Шарп, Тобин, Линтнер, Моссин, Блэк, Шоулзларнинг) оптимал портфелни танлаш назариясини, САРМ моделларини, Эллотнинг тўлқинлар назариясини, Сороснинг рефлексив назариясини, Роснинг АРТ моделларини, Молильяни ва Миллернинг назарияларини, ва ҳ.к. назарияларни келтириш мумкин.

Таъкидлаш жоизки, техник таҳлил усули барча мутахассислар томонидан осон қўлланилиши мумкин, фундаментал таҳлил усули эса ҳар қандай мутахассис томонидан осон қўллаши қийинроқ кечади. Чунки фундаментал таҳлил анча қийин иш бўлиб, етарли маълумотлар базасини шакллантиришни ва мос равишда молиялаштирилишни талаб қилади.

#### ***Саволлар***

1. Таҳлил усуллари қандай ривожланиб борган?
2. Фундаментал таҳлил усули мазмунан нимадан иборат?
3. Техник таҳлил усули мазмунан нимадан иборат?

#### ***Топишириқлар***

1. Фундаментал таҳлил методикасини амалий масалаларда қўлланг.
2. Техник таҳлил методикасини ўзлаштиринг
3. Терминлар луғатини тузинг.

### **4.8. Қимматли қоғозларни секьюриметрик таҳлили**

Ушбу бобнинг 4.7-чи параграфида айтилганидек, қимматли қоғозларни фундаментал <sup>30</sup>, техник <sup>31</sup> ва уларнинг доирасидаги бошқа турли таҳлил усуллари мавжуд <sup>32</sup>.

<sup>29</sup> Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб.пособие.-2-е изд.-М.: Вита-Пресс, 1999.-400 с.

<sup>30</sup> Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.;

<sup>31</sup> Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб.пособие.-2-е изд.-М.: Вита-Пресс, 1999.-400 с.

<sup>32</sup> Шохаззамий Ш.Ш. Секьюриметрика. Дарслик.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.

Ҳозирда таҳлил амалиётининг номлари айтиб ўтилган усуллари узлуксиз такомиллашув жараёнида ёки уларнинг асосида янгилари пайдо бўлиб келмоқда. Масалан, бу жараённинг объектив маҳсули сифатида қимматли қоғозларни секьюриметрик (финансометрик) таҳлили усулини келтириш мумкин.

Қимматли қоғоз кўрсаткичларни объектив баҳолаш учун уларни базиси кўрсаткичларига эквивалентлиги даражасини ( $C$ ) қуйидаги икки аргумент функцияси деб қабул қилиш мумкин:

$$C = f(C_1, C_2), \quad (4.8.1)$$

бунда  $C_1$  – қимматли қоғоз ва унинг базиси даромадлилик кўрсаткичлари (реал ва бозор) эквивалентлиги даражаси;

$C_2$  – қимматли қоғоз ва унинг базиси баҳолари (бозор ва реал нархи, курси) эквивалентлиги даражаси.

Бу функцияни (4.8.1) миқдорий баҳолаш учун математикада маълум бўлган комплекс ўзгарувчилар назариясини қўллаш мумкин. Унга асосан комплекс сон (ўзарувчи) икки қисмдан иборат, яъни реал ва мавҳум сондан таркиб топган бўлади. Шунга мос равишда қимматли қоғознинг эквивалентлилик даражасини (яъни 4.8.1-чи формулани) математик шаклда комплекс ўзгарувчи (сон) кўринишида ифодалаш мумкин. Демак, бу ифодани қимматли қоғознинг объектив сифат кўрсаткичи деб қабул қилиш мумкин бўлади. Бунда комплекс соннинг реал ва мавҳум қисмлари мос равишда қимматли қоғознинг реал ва бозор кўрсаткичларини ифодалайди. Яъни:

$$C_{\delta} = r_{\delta} + jm_{\delta}, \quad (4.8.2)$$

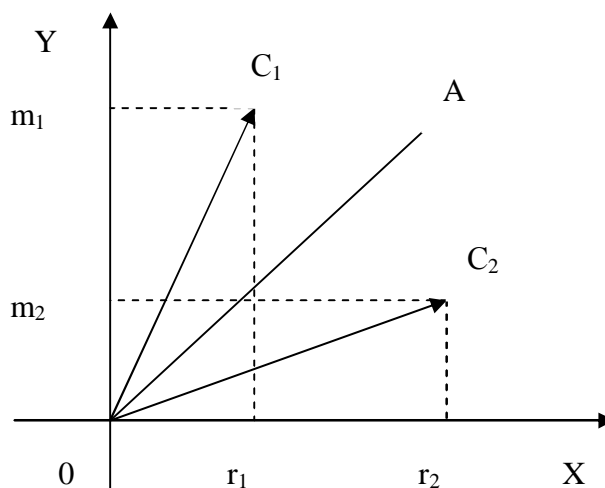
$$Z_{\delta} = r_{\delta} + jm_{\delta}, \quad (4.8.3)$$

бунда:  $C_{\delta}$ ,  $C_{\delta}$  – қимматли қоғознинг объектив баҳоси (нархи, курси) ва даромадлиги;  $r_{\delta}$ ,  $r_{\delta}$  – реал нарх ва даромадлилик;  $jm_{\delta}$ ,  $jm_{\delta}$  – бозор нарх ва даромадлилик; формулалардаги + белгиси қўшиш амалини англатмайди.

Формула (4.8.2) ва (4.8.3) ёрдамида  $r$  ва  $m$  ўзгарувчиларнинг маълум қийматларида  $C_{\delta}$  ва (ёки)  $C_{\delta}$  кўрсаткичларни ҳисоблаш асосида қимматли қоғознинг ўз базисига (ёки базисни қимматли қоғозга) нисбатан курси ва (ёки) даромадлигини кам ёки ортиқча баҳоланганлиги даражасини аниқлаш мумкин.

Шундай қилиб, юқоридаги формулар ёрдамида  $r$  ва  $m$  қийматлари асосида  $C$  параметрнинг ўзгариш динамикасини график кўринишда таҳлил қилиш мумкин. Буни геометрик интерпретацияда қуйидагича ифодалаш мумкин.

Бунинг учун 4.8.1-чи расмда кўрсатилганидек текисликдаги тўғри бурчакли координата системасида юқоридаги функцияларни ифодалаймиз.



Расм.4.8.1. Натижавий  $C$  векторининг геометрик талқини модели

Қуйидагилар шартларни қабул қиламиз:  $C$  параметрни вектор деб олиб, унинг текисликдаги йўналиши  $(r, m)$  қийматларининг кесишув нуқтасига бориб тақалади (яъни  $0, C_1$ );  $Y$  – маъхум сонлар ўқи (қимматли қоғознинг бозор нарҳи ёки даромадлиги кўрсаткичлари ўқи),  $X$  – реал сонлар ўқи (қимматли қоғознинг реал нарҳи ёки даромадлиги кўрсаткичлари ўқи).

Фараз қилайлик, 4.8.1-расмдаги текисликда  $r_1, m_1$  ва  $r_2, m_2$  координатали икки натижавий  $C_1$  ва  $C_2$  векторлар мавжуд бўлиб, улар  $OA$  чизиғининг (бурчаги 45 градус бўлган) икки тарафида жойлашган. Бу чизиқни базисли қимматли қоғознинг (қоғозларнинг) векторларда ифодаланган текисликдаги эквивалентлилик потенциаллини (потенциалларни) ажратувчи шартли чегара деб қабул қилиш мумкин. Яъни текисликда бу чизиқнинг устига тўғри келган (устма-уст тушган) вектор қимматли қоғознинг ўз базисига мос эканлигидан (вектор бўйича базис ва унинг қимматли қоғози потенциаллари айнан эквивалентлигидан) далолат беради. Агар вектор ушбу текисликда тўғри чизиқдан пастда жойлашган бўлса, базиснинг реал баҳоси (даромадлиги) потенциали бозор баҳоси потенциалдан юқори ҳисобланади, акс ҳолда эса қимматли қоғознинг бозор баҳоси (даромадлиги) потенциали базиснинг реал баҳоси потенциалдан юқорилигини англатади. Векторнинг чизиққа нисбатан бурчак ўзгаришларига қараб эквивалентлилик потенциали кўрсаткичини (шу билан бирга рисклилик даражасини ҳам) миқдорий ўлчаш мумкинлиги яққол кўриниб турибди.

Базиснинг эквивалентлилик потенциали эмитентнинг ҳатти-ҳаракатига, қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали эса инвесторнинг бозордаги ҳатти-ҳаракати, имконияти ва ҳоҳишига боғлиқ. Кўпинча эмитент ва инвесторнинг вақтинчалик ҳоҳиш-имкониятлари туфайли ҳатти-ҳаракатлари бир-бирига мос келмаслиги сабабли қимматли қоғознинг бозор курси, натижада эквивалентлилик потенциали ҳам, шартли чегаравий чизиқ атрофида тебраниб туришини кузатиш мумкин (1.6 параграфга қаралсин). Маълумки, бундай тебранишларнинг энг юқори амплитудасини бозор срд асосида ёки мувозанатловчи механизм ёрдамида (1.7 параграфга қаралсин) чегаралаб туради.

Геометрик моделдан (4.8.1-чи расм) қуйидаги ҳолатларни кўриш мумкин.

1. Векторни  $(Y, -X)$  текислигида (2-чи октантда) жойлашган ҳолати қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали бозор томонидан ҳаддан ташқари юқори баҳоланганлигини билдиради, бунда “пуфак қилиб иширилган” қимматли қоғозлар баҳоси, натижада эмитентнинг банкротлик ҳолати вужудга келади.

2. Векторни  $(-Y, -X)$  текислигида (3-чи октантда) жойлашган ҳолати қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали умуман йўқлигидан далолат беради, бунда банкрот бўлган эмитент барча активларини сотганидан сўнг асосий кредиторлари манфаатларини қондиргандан кейин қимматли қоғозлари бўйича инвесторлари олдидаги мажбуриятини умуман бажара олмайди, натижада банкротлик билан боғлиқ дефолт вужудга келади.

3. Векторни  $(-Y, X)$  текислигида (4-чи октантда) жойлашган ҳолати қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали бозор томонидан ҳаддан ташқари паст баҳоланганлигини билдиради, бунда “назардан йироқ”, “яширин потенциалли”, лекин потенциали келажакда эмитентнинг ижобий ҳатти-ҳарактлари эвазига намоён бўлиши мумкинлигидан далолат беради. Бунда санация жараёнини ижобий ўтиши ҳолати ҳам ушбу текисликда жойлашади.

4. Векторни  $(Y, X)$  текислигида (1-чи октантда) жойлашган ҳолати қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали бозор томонидан объектив баҳоланганлигини билдиради, бунда қимматли қоғозларнинг эквивалентлилик потенциали юқори ҳолати вужудга келиб, ишончли, спекулятив, тебранувчан, ликвид баҳоси ҳукмрон бўлади.

Айтиш жоизки, шартли чегаравий чизикқа нисбатан бурчакнинг у ёки бу тарфга ўзгариши миқдорига қараб қимматли қоғознинг рисклилик даражаси 2-3 октанлар ичида энг юқори ҳисобланади, 4-чи октантда эса бу даража 2-3 октанлардагидек кўп бўлмайди, лекин 1-чи октантдагидан юқори.

Бир эмитентнинг қимматли қоғози эквивалентлилик потенциали даражасини динамикада тенденциясини таҳлил қилиш учун текисликдаги (асосан 1-чи октантда) векторлар устида комплекс сонлар назариясига биноан маълум арифметик амаллар бажариш ва ҳосил бўладиган натижавий векторга қараб қимматли қоғоз ва унинг базисига уларнинг эквивалентлилик потенциали нуқтаи назардан баҳо бериш тақазо этилади.

Идеал ҳолатда натижавий векторнинг эквивалентлилик потенциали даражаси  $(Y, X)$  текислигида мукамал ҳисобланади қачонки қимматли қоғознинг  $r$  ва  $m$  қийматлари ўзаро мутаносибликда ошиб борса, яъни  $r \leq m$  шартли шартли чегаравий чизикқа яқин спрэд оралиғида бажарилса. Спрэддан ташқарида қимматли қоғозлар асосан биржадан ташқари бозорида муомалада бўлиши мумкин, унинг ичидаги қоғозлар эса одатда “мовий фишкалар” қаторидан ўрин олади деб айтиш мумкин.

Секьюриметриқ таҳлилнинг график усули (моделли) қуйида келтирилган масалаларни ечишга ёрдам беради: қимматли қоғозлар бозорида баҳолар (курслар) даражасини таҳлил қилиб прогнозини амалга оширишга; қимматли қоғозни сотиш ёки сотиб олишнинг оптимал вақтини аниқлашга; фундаментал таҳлил натижаларининг тўғрилиги ва тўлиқлигини текширишга ва аксинча техник таҳлил натижаларининг тўлиқлиги ва тўғрилигини текширишга; қимматли қоғоз ва унинг базисини эквивалентлилик потенциали даражасини баҳолашга; умуман олганда қимматли қоғозлар бозори ва реал иқтисодиётнинг ўзаро эквивалентлилик даражасини баҳолашга; қимматли қоғозлар портфелларини эквивалентлилик потенциали нуқтаи назаридан асосий кўрсаткичларини (даромадлилигини, баҳосини, рисклилик, ишончлилик ва ликвидлилик даражасиларини) баҳолаб асосли тарзда шакллантириш ва бошқаришга (бунда оптималлаштириш масалалари Г.Марковиц<sup>33</sup>, У.Шарпа<sup>34</sup> и бошқалар моделлари асосида ечилади).

Секьюриметриқ таҳлил ёрдамида бозордаги қимматли қоғозларнинг эквивалентлилик потенциали даражалари асосида фонд бозорининг потенциалини баҳолаш мумкин. Бунда эквивалентлилик потенциалини натижавий векторнинг миқдорига (натижавий йўналтирилган куч

<sup>33</sup> Markowitz H.M. Mean Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets, Basil, Blackwell, 1990.

<sup>34</sup> Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-XII, 1028 с.



сифатида) кўпайтмаси қимматли қоғознинг қуввати кучини, бу қувватларнинг йиғиндиси эса қимматли қоғозлар бозори муҳитининг қуввати кучини билдиради (1.1 параграфга қаралсин).

### ***Саволлар***

1. Секьюриетрик таҳлил усули нимадан иборат?
2. Секьюриетрик таҳлил бошқа таҳлил усуллардан нималар билан фарқланади?
3. Эквивалентлилик потенциали нима?
4. Секьюриетрик таҳлилнинг геометрик талқини модели нимага ёрдам беради?
5. Конкрет танлаб олинган қимматли қоғознинг C праметри қандай баҳоланади?

### ***Топшириқлар***

1. Секьюриетрик таҳлил усулини тавсифланг.
2. Секьюриетрик таҳлилнинг геометрик модели ёрдамида конкрет эмитентлар акцияларини баҳоланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

## **V-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ЭМИТЕНТЛАРИ ВА ИНВЕСТОРЛАРИ, УЛАРНИНГ СИЁСАТИ ВА РОЛИ**

Эмитентлар ва инвесторларнинг молия бозоридаги ва умуман иқтисодиётдаги роли ва фаолият самараларини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган аналитик маълумотлардан кўриш мумкин.

### **5.1. Эмитентлар, уларнинг сиёсати ва молия бозоридаги роли**

Эмитентлар – бу қонунчиликда белгиланган тартибда молиявий инструментларни молиявий ресурслар (инвестициялар) жалб қилиш мақсадида молия бозорига чиқарувчи ташкилотлар. Кенг маънода эмитент бўлиши мумкин ташкилотларга қуйидагилар киради: давлатнинг бошқарув ва ҳокимият органлари, халқаро молиявий ташкилотлар, юридик шахслар. Бу ташкилотларнинг барча молиявий инструментларни чиқаришга ваколатли ёки махсус ҳуқуқ ва мажбуриятларга эга бўлиши лозим.

Молиявий ресурсларни жалб қилишда турлича воситалар қўлланилиши мумкин: пул, валюта, кредит, қимматли қоғозлар, лотерея, полислар, қимматбаҳо металл ва тошлар, ноёб элементлар ва ҳ.к. Булар ичида қимматли қоғозлар чиқариш эмитентнинг инвестицион талабларини қондиришнинг энг самарали воситаларидан бири ҳисобланади.

Молиявий ресурсларни молия бозори имкониятларидан фойдаланган ҳолда молиявий инструментлар чиқариш орқали жалб қилиш эмитентларнинг энг асосий мақсадий вазифаси ҳисобланади. Унинг бошқа вазифаси – ўз фаолияти жараёнида молиявий оқимларни оптималлаштириш ва самарали бошқариш асосида жалб қилинган молиявий ресурслар (инвестициялар) даромадлиги ва баҳосини (қийматини) ошириб боришдир. Бунда молия бозори эмитентнинг вазифаларини ва эмиссион сиёсатини самарали амалга оширишида, керакли имиджга (обрў-эътиборга) эга бўлишида катта рол ўйнайди ва муҳим функция бажаради.

Эмитентларни қуйидаги белгиларга асосан таснифлаш мумкин:

1. Ташкилий-ҳуқуқий шакли бўйича: давлат органи, турли мулкчилик асосидаги юридик шахс.
2. Фаолият йўналиши бўйича: давлат, халқаро ва нодавлат молиявий институтлар ва номолиявий ташкилотлар.
3. Молиявий инструментлари бўйича: давлат, муниципал, халқаро ва нодавлат (корпоратив) инструментлар чиқарувчи ташкилотлар.
4. Эмиссион сиёсати бўйича: давлатнинг иқтисодий сиёсатини (моне-тар, бюджет-солиқ) юритувчи ваколатли ташкилотлар, халқаро иқтисодий сиёсатни юритувчи ташкилотлар,

инвестицион сиёсат (стратегик, портфел, ҳорижий инвесторларга қаратилган) юритувчи ташкилотлар.

5. Миллийлиги бўйича: резидентлар ва норезидентлар.

6. Эмиссион потенциали бўйича: катта, ўрта ва кичик ҳажмда молиявий инструментларни чиқарувчи ташкилотлар.

7. Имиджи ва rischi бўйича: юқори, ўрта ва кам нуфузли ва riskли ташкилотлар.

8. Молиявий инструментларининг жалбдорлиги бўйича: юқори, ўртача ва кам жалбдор эмитентлар. Масалан, фонд бозорида эмитентлар ўзларининг қимматли қоғозлари жалбдорлиги бўйича қуйидагича таснифланиши ва тавсифланиши мумкин:

“Зангори фишкалар” сарасига кирувчи қимматли қоғозлар – бозорда барқарор ва юқори кредитлик имкониятига эга йирик компаниялар чиқаради.

“Иккинчи эшелон акциялари” сарасига кирувчи акциялар – ёш лекин етарлича йирик компаниялар чиқаради.

“Марказий” сарасига кирувчи қимматли қоғозлар – тармоқда етакчи ўринга эга ва тармоқдаги бошқа компаниялар акциялари баҳосига таъсир кўрсатувчи эмитентлар чиқаради.

“Ҳимояланувчи акциялар” сарасига кирувчи қимматли қоғозлар – юқори дивидендлар тўловчи ва салбий котировка микдорига йўл қўймайдиган йирик компаниялар.

“Дастур асоси” (“Твоздь программы”) сарасига кирувчи қимматли қоғозлар – қимматли қоғозларининг юқори ликвидлилик даражасини таъминловчи эмитентлар.

“Рағбатли акциялар” сарасига кирувчи акциялар – курс нархи (котировкаси) бўйича юқори ўринни эгаллаган компаниялар.

“Ёқимдор акциялар” сарасига кирувчи акциялар – даромадлиги бўйича “рағбатли акциялар” тоифасига яқин ва курс тафовутини тез ошиб боришини таъминловчи ёш компаниялар.

“Даврий акциялар” – акцияларнинг даромадлилигини ўзининг фаоллиги билан боғлиқ тарзда синхрон ўзгариши асосида таъминловчи компаниялар.

“Уҳлаб ётган акциялар” – бозорни ҳали эгалламаган, лекин ўсишининг катта потенциалига эга акцияларни чиқарувчи компаниялар.

“Иширилган акциялар” – акциялари ҳаддан ташқари юқори баҳоланган компаниялар.

“Спекулятив акциялар” – бозорда яқинда пайдо бўлган акцияларни чиқарувчи компаниялар (уларни имиджи ва тарихи йўқ).

“Фаол бўлмаган акциялар” – инвесторлар нуқтаи назаридан ноликвид ва қизиқарли бўлмаган акциялар эмитентлари.

Юридик шахс бўлан эмитентлар қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тузилади, фаолият юритади, реорганизация қилинади ва тугатилади.

Маълум бир мамлакатга нисбатан резидент ва норезидентлар ҳисобланган эмитентлар ўша мамлакатда ўрнатилган қонунлар доирасида эмиссион фаолият юритадилар. Бу фаолият доирасида бундай эмитент молиявий ресурсларни (инвестицияларни) жалб қилиш сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат эмитентнинг аҳволига ва турига қараб агрессив ва консерватив, стратегик ва портфел бўлиши мумкин.

Халқаро даражадаги эмитентлар халқаро битишувлар асосида эмиссион фаолият юритадилар. Бу фаолият доирасида бундай эмитент молиявий ресурсларни (инвестицияларни) жалб қилиш сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат эмитентнинг мавқеи ва турига қараб регионал ва миллий иқтисодиётга қаратилган бўлиши мумкин.

Давлат бошқаруви ва ҳокимияти органлари мамлакат қонунлари билан ўрнатилган ваколатлар, мақсад, вазифа ва функциялар доирасида эмиссион фаолият юритадилар. Бу фаолият

доирасида бундай эмитент молиявий ресурсларни (инвестицияларни) жалб қилиш сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат эмитентнинг аҳволига, турига ва ваколатига қараб макромолиявий, территориал ва тармоқий бўлиши мумкин.

Эмитентларга қўйиладиган асосий талаблар: транспарентлилик (информацион шаффофлик), ишончлилик, барқарорлик, рақобатбардошлилик, молиявий ҳавфсизлик асосида ўз молиявий инструментларининг ликвидли-лик, даромадлилик, рисксизлилик ва базисига нисбатан эквивалентлилик даражасини таъминлашдан иборат.

Эмитентнинг транспарентлилик даражаси (яъни адекват информацион транспарентлилик) унинг барча операциялари ва уларга оид информацияларнинг ўзаро адекватлиги (тўғрилиги, аниқлиги, ўз вақтидалиги, ишончлиги) билан белгиланади.

Бу индикаторни (яъни адекват информацион транспарентлиликни –  $A(T)$ ) баҳолаш учун қуйидаги мезонни (критерийни) қўллаш мумкин:

$$\min A(T) = A^T$$
 (қонун билан ва молия бозори томонидан ўрнатилган тартибда талаб қилинадиган информациялар сони ва сифати миқдори кўпайтмаси) –  $A^P$  (эмитент томонидан реал таъминлаб берилган информациянинг сони ва сифати миқдори кўпайтмаси).

Бунда информациянинг сифат миқдори эмитентнинг молия бозоридаги имиджини ташкил этувчи ва ҳолати сифатини белгиловчи иқтисодий (молия-вий), корпоратив бошқаруви, молиявий инструментлари ва бошқа кўрсаткич-лари асосида баҳоланиши мумкин бўлган рейтинг ва/ёки рейтинг ёрдамида ифодаланади. Информациялар сони эса эмитент томонидан берилиши лозим бўлган ҳисоботлар ва маълумотлар миқдоридан келиб чиқади.

Дунёнинг барча мамлакатлари молия бозорларида энг асосий, салмоқли ва сифатли эмитент сифатида ваколатли давлат органлари (Молия вазирлиги, Марказий банк) ҳисобланади. Кейинги ўринда эса маҳаллий ҳокимиятлар (мэриялар, муниципалитетлар, ҳокимиятлар) туради.

Давлат органларининг профессионал эмитент сифатидаги фаолиятлари давлат молиявий инструментларини (миллий валютаси ва қимматли қоғозларини) давлатнинг иқтисодий сиёсатини юритиш мақсадида чиқариш орқали амалга оширилади. Худди шу мақсадда давлат органлари профессионал инвестицион фаолиятни ва профессионал молия институти операцияларини ҳам амалга оширади. Бу фаолиятлар билан бирга ваколатли давлат органлари молия бозорини тартиблаштиришни (мувофиқлаштириш ва назорат қилишни) амалга оширади.

Эмитентлар молия бозорида молиявий инструментларини чиқарувчи ва уларни реал базисига бўлган эквивалентлилик даражасини таъминловчи институтлар ролини бажаради. Бошқача қилиб айтганда, эмитентлар ўзларининг молиявий инструментлари сифат кўрсаткичларини акс эттирувчи бизнес капитали ролини бажаради. Ўз навбатида бир вақтнинг ўзида молиявий инструментлар уларни чиқарувчи эмитентнинг бизнес сифатини акс эттирувчи бозор капитали ролини бажаради. Эмитент молиявий инструментлар манбаи бўлиб, молия бозорининг инвестицион рецептори (молиявий ресурсларни қабул қилувчи ва уларни ишлаб чиқаришда ишловчи реал капиталга айлантурувчи) ва молиявий инструментларни даромад (зарар) билан таъминловчи бизнес капитали (иқтисодиётнинг тижорат субъекти бўлса, давлат органлари бундан мустасно) ҳисобланади.

Қимматли қоғозлар эмиссиясидаги мажбуриятлар бўйича жавобгарлик эмитентларнинг зиммасидадир.

Эмитентлар қонунчиликка мувофиқ инвесторлар олдида уларга етказилган зарар учун қуйидаги ҳолатлар бўйича мулккий жавобгар:

- инвесторлар талабига асосан қимматли қоғозлар бозорида инвестор-лар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонунчиликда белгиланган маълумотларни тақдим қилмаслик ёки нотўғри маълумотлар тақдим қилиш;

- қимматли қоғозлар эмиссиясининг белгиланган тартибини бузиш;

- қимматли қоғозларнинг инсофсиз рекламасини амалга оширганлик, қимматли қоғозларнинг қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда рўйхатдан ўтказилмаган чиқарилишининг рекламаси, шунингдек муомалада бўлиши қонун билан тақиқланган қимматли қоғозларнинг рекламаси учун;

- инвесторлар билан уларнинг қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳуқуқларини чеклайдиган, эмитентларнинг жавобгарлигини чеклайдиган шартномаларни тузиш;

- аниқланган хийла-найранг ишлатиш фактлари ва қимматли қоғозлар бозоридаги бошқа қоғозларнинг қоидабузарликлар, шунингдек қимматли қоғозлар, қимматли қоғозларнинг эмитентлари, қимматли қоғозларга доир нархлар тўғрисида, шу жумладан рекламада қасддан бузиб кўрсатилган ахборотни тақдим этиш йўли билан инвесторларни қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотишга даъват қилганлик учун;

- инвесторлар билан тузилган шартномалар шартларини бажармаган-лик ёки лозим даражада бажармаганлик, шунингдек инвестор билан тузилган шартномада қайд этилганидан фарқ қиладиган шартларда битим тузганлик учун.

### ***Саволлар***

1. Эмитентлар қимматли қоғозлар ва улар қайси белгилар бўйича таснифланади?
2. Эмитентларнинг қандай сиёсатларини биласиз?
3. Эмитентларга қандай талаблар қўйилади?
4. Эмитентларнинг транспарентлик даражаси нима?
5. Эмитентларнинг инвесторлар олдида жавобгарлиги нималардан иборат?

### ***Топшириқлар***

1. Эмитентларнинг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **5.2. Инвесторлар, уларнинг сиёсати ва молия бозоридаги роли**

Инвесторлар – бу қонунчиликда белгиланган тартибда молиявий ресурсларни инвестициялар тарзида эмитентларнинг молиявий инструмент-ларига йўналтириш мақсадида молия бозорига чиқарувчи шахс ва органларлар. Кенг маънода инвестор бўлиши мумкин шахс ва ташкилотларга қуйидагилар қиради: давлатнинг бошқарув ва ҳокимият органлари, халқаро молиявий ташкилотлар, юридик ва жисмоний шахслар. Инвестор бўлиш учун бошланғич инвестицион жағармалар мавжудлиги, инвесторнинг инвестицион ҳоҳиш-истаги ва молия бозорида инвестицион муҳитнинг етарли даражада бўлишлиги даркордир.

Инвестиция қилишда турлича воситалар қўлланилиши мумкин: пул, валюта, кредит, қимматли қоғозлар, мулк (моддий ва номоддий), турли товар-ҳом ашёлар ва ҳ.к. Булар ичида қимматли қоғозларга инвестиция қилиш инвесторнинг талабларини қондиришнинг энг самарали ва кенг тарқалган йўллардан бири ҳисобланади.

Инвестицион ресурсларни молия бозори имкониятларидан фойдаланган ҳолда фойда олиш учун йўналтириш инвесторларнинг энг асосий мақсадий вазифаси ҳисобланади. Унинг бошқа вазифаси – ўзининг инвестицион фаолияти жараёнида инвестицияларини даромадлилиги ошириб бориш ва рисклилиқ даражасини пасайтиришдир. Бунда молия бозори инвесторнинг вазифаларини

ва инвестицион сиёсатини самарали амалга оширишида, етарли даражада ривожланган бўлишида катта рол ўйнайди ва муҳим функция бажаради.

Инвесторларни қуйидаги белгиларга асосан таснифлаш мумкин:

1. Ташкилий-ҳуқуқий шакли бўйича: давлат ташкилоти (давлат бошқаруви ва ҳокимияти органи), турли мулкчилик асосидаги юридик шахслар, жисмоний шахслар (фуқаролар ва вақтинчалик фуқаролик ҳуқуқига эга эмаслар).

2. Фаолият йўналиши бўйича: индивидуал ва институционал бўлган давлат, халқаро ва нодавлат молиявий институтлар ва номолиявий ташкилотлар, жисмоний шахслар.

3. Инвестицион воситалари бўйича: пул, валюта, кредит, мулк, товар-ҳом ашё, қимматли қоғозлар ва ҳ.к. ресурсларига эга бўлган инвесторлар.

4. Инвестицион сиёсати бўйича: давлатнинг иқтисодий сиёсатини (монетар, бюджет-солиқ) юритувчи ваколатли ташкилотлар, халқаро иқтисодий сиёсатни юритувчи ташкилотлар, инвестицион сиёсат юритувчи шахслар.

5. Миллийлиги бўйича: резидентлар (ички) ва норезидентлар (ташқи).

6. Инвестицион потенциали бўйича: катта (институционал, стратегик), ўрта ва кичик (миноритар) ҳажмда инвестицияларни йўналтирувчилар.

7. Риски бўйича: юқори, ўрта ва кам рискли инвесторлар.

8. Стратегияси бўйича: агрессив, консерватив ва уларнинг гибридида асосланган инвесторлар.

9. Инвестициялар турлари бўйича: портфел, тўғри инвестициялар қилувчи инвесторлар. Портфелли инвесторлар спекулятив-портфел ва стратегик-портфел турида бўлиши мумкин.

10. Инвестиция муддати бўйича: қисқа, ўрта ва узоқ муддатли инвесторлар.

11. Секторга йўналганлиги бўйича:

- давлат секторига инвестиция қилувчилар;
- банк ва молия секторига инвестиция қилувчилар;
- ишлаб чиқариш секторига инвестиция қилувчилар;
- ижтимоий секторга инвестиция қилувчилар ва ҳ.к.

Жисмоний шахс бўлган инвесторлар қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда инвестицион фаолият юритади.

Юридик шахс бўлган инвесторлар қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тузилади, фаолият юритади, реорганизация қилинади ва тугатилади.

Маълум бир мамлакатга нисбатан резидент ва норезидентлар ҳисобланган инвесторлар ўша мамлакатда ўрнатилган қонунлар доирасида инвестицион фаолият юритадилар. Бу фаолият доирасида бундай инвестор инвестицияларини орттириш (камида сақлаб қолиш) сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат инвесторнинг аҳволига ва турига қараб агрессив ва консерватив, стратегик ва портфел бўлиши мумкин.

Халқаро даражадаги инвесторлар халқаро битишувлар асосида инвестицион фаолият юритадилар. Бу фаолият доирасида бундай инвесторлар инвестицион сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат инвесторнинг мавқеи ва турига қараб регионал ва миллий иқтисодиётга қаратилган стратегик ва портфел кўринишда бўлиши мумкин.

Давлат бошқаруви ва ҳокимияти органлари мамлакат қонунлари билан ўрнатилган ваколатлар, мақсад, вазифа ва функциялари доирасида инвестицион фаолият юритадилар. Бу фаолият доирасида бундай инвестор инвестицион сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат инвесторнинг аҳволига, турига ва ваколатига қараб макромолиявий, территориал, тармоқий, стратегик, портфел бўлиши мумкин.

Инвесторларга қўйиладиган асосий талаблар: транспарентлилик, маҳфийлилик, ишончлилик, барқарорлик, рақобатбардошлилик, молиявий хавфсизлик, фаоллилик асосида ўз инвестицияларининг ликвидлилик, даромадлилик, рисксизлилик ва базисига нисбатан эквивалентлилик даражасини таъминлашдан иборат. Одатда, инвесторлар рискларга мойил бўладилар, уларнинг ҳатти-ҳаракатлари рефлексив бўлиб, бозордаги инвестицион муҳитга ва бозор конъюнктурасига боғлиқ бўлади.

Мамлакатдаги инвесторларнинг фаоллилик даражаси молия бозорида ва умуман иқтисодиётда муҳим аҳамиятга эга бўлиб, бу индикаторни ( $\Phi$ ) баҳолаш учун куйидаги мезонни (критерийни) қўллаш мумкин:

$\min \Phi = SV$  (инвестиция сифатидаги жамғарма ҳажми ва инвестициялар ликвидлиги кўпайтмаси)  
–  $PI$  (инвестицияларнинг бозор нархи ва иқтисодиёт учун зарур бўлган инвестициялар ҳажми кўпайтмаси).

Дунёнинг турли мамлакатлари молия бозорларида инвесторларнинг салмоғи ва фаоллиги ҳар хил даражага эга бўлиб, бу кўрсаткичлар асосан инвестицион муҳитга таъсир этувчи ички ва ташқи омилларга боғлиқ.

Давлат органларининг инвестицион фаолияти уларнинг мамлакатда иқтисодий сиёсатини юритиш мақсадида монетар ва фискал сиёсатлари асосида амалга оширилади. Ҳудди шу мақсадда давлат органлари профессионал инвестицион фаолиятни ва профессионал молия институти операцияларини ҳам амалга оширади. Бу фаолиятлар билан бирга ваколатли давлат органлари молия бозорини тартиблаштиришни (мувофиқлаштириш ва назорат қилишни) амалга оширади.

Инвесторлар молия бозорида молиявий инструментларга инвестициялар қилувчи ва уларни реал базисига бўлган эквивалентлилик даражасини объектив белгиловчи шахс ва институтлар ролини бажаради. Ўз навбатида бир вақтнинг ўзида инвестициялар уларни амалга оширувчи инвесторнинг бизнес сифатини акс эттирувчи бозор капитали ролини бажаради. Инвестор молиявий инвестицион ресурслар манбаи бўлиб, молия бозорининг ўта таъсирчан рецептори (молиявий инструментларни қабул қилувчи ва уларни жамғарма капиталига айлантирувчи) ва инвестицияларни рискли даромад (зарар) даражасини объектив белгиловчи иқтисодиётнинг тижорат субъекти ҳисобланади. Шунинг учун дунёнинг барча мамлакатларида инвесторларнинг ҳақ-хуқуқлари давлат томонидан кафолатланади, ҳимояланади ва бу борада етарлича шарт-шароитлар яратилади.

Инвестициялар объектини, шакли ва миқдорини танлаш масъулияти (таваккалчилиги) инвесторнинг ўз зиммасида бўлади, шунга мувофиқ молиявий инструментларга, шу жумладан акцияларга қилинган ўз инвестицияларини ҳимоялаш учун пировард масъулият (таваккал) ҳам инвесторнинг (акциядорнинг) зиммасида бўлади.

Жаҳон молия бозорининг энг фаол инвесторларидан портфелли инвесторлар ҳисобланиб, уларнинг асосий фаолияти инвестициялар портфелини самарали шакллантириш ва бошқаришдир.

Инвестициялар портфели – маълум бир мақсадли инвестицион сиёсат талабига жавоб бериш асосида шакллантирилган молиявий инструментлар тўплами. Умуман олганда, инвестициялар портфели на фақат молиявий инструментлардан, балки активларнинг бошқа турларидан ҳам иборат бўлиши мумкин, масалан, кўчмас мулклардан, кредитлардан, полислардан, заказлардан ва ҳ.к. Портфеллар жамғарма ва капитални жамлаш воситаси сифатида намоён бўлади. Инвестициялар портфелининг асосий мақсади – инвесторлар маблағини инвестицион

объектларга (жумладан молиявий инструментларга) йўналтириш асосида режалаштирилган даромадни паст (юқори) рискларда олиш.

Портфелли инвесторлар – инвестициялар портфелини шакллантириб бошқарувчи инвесторлар.

Юқорида келтирилган таснифда кўрсатилганидек, портфелли инвесторлар стратегик-портфелли и спекулятив-портфелли бўлиши мумкин.

Стратегик-портфелли инвесторлар ўз маблағларини узоқ стратегик истикболга қараб кўпроқ базавий қимматли қоғозларнинг йирик пакетларига йўналтирсалар, стратегик-портфелли инвесторлар стратегияси эса бозорда вужудга келувчи арбитраж имкониятлари асосида шакллантирилади (яъни, бозор конъюктураси бўйича курслар тафовутида спекулятив операциялар бажариш эвазига). Стратегик-портфелли инвесторлар асосан маълум бир тармоқдаги компаниялар акцияларининг назорат пакетига эга бўлиб, бу тармоқ доирасида ўзларининг стратегик инвестицион манфаатлари асосида стратегияларини юритадилар. Бундайларга, масалан, аралаш холдинглар, молия-саноат гуруҳлари, ТНК ва ҳ.к. киради.

Ҳар иккала турдаги портфелли инвестор ҳам инвестицион маблағлар, капитал аккумулятори бўлиб, иқтисодиётнинг реал секторини инвестициялар учун самарали рақобат асосида ривожлантириш масаласи ечимини таъминлайди. Бунда ҳар иккаласининг стратегиялари бозор индикаторларига боғлиқ ҳолда амалга оширилади.

Спекулятив-портфелли инвесторларга инвестиция, пенсия, суғурта фондлари, молиявий компаниялар, инвестицион банклар киради. Уларнинг мақсад ва манфаатлари молия бозорини ривожлантириш бўйича жамият манфаатлари билан объектив мос келади, бозор рисклари ва бунда жамият истакларини адекват акс этади. Бунда улар асосан портфеллари бўйича юқори даромадлилик ва ликвидлиликни таъминлайдилар, мос равишда қуйидагилар билан намоён бўлувчи ролни бажаради:

- эмитентлар ҳолатининг объектив “барометри”, демак, иқтисодиёт-нинг реал секторини ҳам;
- молия бозори орқали реал сектор инвестицион лойиҳаларини молиялаштиришнинг арзон ва самарали манбаи;
- молия бозори орқали иқтисодиётнинг тармоқлари бўйлаб инвестицион ресурсларни самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланиши жараёни регулятори.

Умуман олганда, портфелли инвесторлар ўз капиталини молия бозорлари (фонд бозорлари) орқали йўналтириб, миллий иқтисодиётни объектив баҳолайди ва рақобатли кредитлайди. Шу билан улар маблағларини бир лойиҳага тўғридан тўғри инвестиция қилувчи инвесторлардан (қискача – тўғри инвесторлар) фарқланади. Тўғри инвестор учун инвестицион лойиҳа тарихи ва кредит олувчи компания билан шериклик ҳиссиёти катта аҳа-миятга эга бўлиб, портфелли инвестор (стратегик-портфелли инвесторлар-дан ташқари, чунки улар тармоқ компанияларига бозор конъюнктура-сига қараб кўпинча ўзларининг ривожланиш тартибларини мажбурлайдилар) учун эса бу масалалар унчалик аҳамият касб этмайди.

### ***Саволлар***

1. Инвесторлар кимлар ва улар қайси белгилар бўйича таснифланади?
2. Инвесторларнинг қандай сиёсатларини биласиз?

3. Эмитентларнинг фаоллик даражаси нима?
4. Стратегик-портфел инвесторларнинг қандай хусусиятларини биласиз?
5. Спекулятив-портфел инвесторларнинг қандай хусусиятларини биласиз?

#### **Топшириқлар**

1. Инвесторларнинг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **5.3. Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлиги**

Молия бозори (1.1-1.3 параграфларга ва 1.2.1-чи расмга қаралсин) инфратузилмасининг институционал таркибига эмитентлар ва инвесторларни киришини кўриш мумкин. Бу институтлар молия бозорининг бошқа инсти-тутлари билан биргаликда бозорнинг институционал таркибини шаклландиради. Институтларнинг барчасини (яъни олти унсурини) ўзаро боғлиқлик-даги фаолияти молия бозорининг самарали функциясини таъминлайди ва индустриясини ифодалайди. Шундан келиб чиқиб, эмитентлар ва инвесторларни алоҳида ўзаро боғлиқликда кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ. Чунки молия бозорида эмитентлар молиявий инструментларини инвестицияларни жалб қилиш мақсадига алоҳида “товар” (молиявий ёки фонд бойликлар) сифатида таклиф қилади, инвесторлар эса бу “товарларга” (капиталга) талабгор бўладилар (1.1, 1.6, 1.7 параграфларга, II-чи бобга, 5.1 ва 5.2 параграфларга қаралсин). Ушбу жараёнда эмитент ва инвесторларнинг самарали фаолияти бошқа институтлар фаолиятига ҳам кўпдан боғлиқ. Ўз навбатида ва шу билан бирга бошқа институтларнинг самарали фаолияти ҳам эмитент ва инвесторларнинг фаолиятига боғлиқ. Шундан келиб чиқиб, эмитентлар ва инвесторлар молия бозорида мос равишда бир-бирлари ўртасида молиявий инструментлар ва молиявий ресурслар бўйича ўзаро алмашилиш жараёнини амалга оширишда фаол қатнашувчи институтлар ролини бажаради. Бунда молиявий ресурслар молиявий инструментлар томон ҳаракат қилади, агарда молиявий инструментлар молиявий ресурсларни жалб қилиш ҳосасига эга бўлса. Молия бозори конъюнктурасига боғлиқ ҳолда молиявий ресурслар ва молиявий инструментлар бир-бирига қарама-қарши йўналишда ҳаракат қилади, бунда молиявий инструментлар инвесторлар кўлида бозор капиталига (товарига) айланади, молиявий ресурслар эса эмитентлар қарамоғида уларнинг реал капитали бўлиб ҳизмат қилади. Шу йўсинда эмитентлар ўзлари чиқарган молиявий инструментларини ўзлари қарамоғидаги реал капиталга (базисга) ва молия бозори конъюнктурасига боғлиқ ҳолда эквивалентлилик даражасини таъминлайдилар. Бир вақтнинг ўзида инвесторлар эса ўз кўлларидаги бозор капиталига айланган молиявий инструментларини уларнинг базисига ва молия бозор конъюнктурасига боғлиқ равишда эквивалентлилик даражасини таъминлайдилар. Бунда эмитент ва инвесторлар молия бозорининг бошқа институтлари (воситачилари, савдо тизимлари, регуляторлари, информатсион агентликлар) ёрдамига таянадилар.

Айтиш жоизки, компанияларда эмиссион сиёсат инвестицион сиёсатга асослананиб юритилади. Инвестицион сиёсат эса эмиссион сиёсатга таянган ҳолда амалга оширилади. Яъни эмиссион сиёсат ўзида инвестицион сиёсатни мужассамлаштиради, инвестицион сиёсат эса ўзида эмиссион сиёсатни мужассамлаштиради.

#### **Саволлар**

1. Эмитент ва инвесторлар нима учун бир-бирлари билан боғлиқ?
2. Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлигини 1.1 ва 1.2 параграфлардаги моделлар асосида қандай намоён бўлади?

#### **Топшириқлар**

1. Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлигидаги фаолиятини молия бозоридаги аҳамиятини таҳлил қилинг.



2. Терминлар луғатини тузинг.

## **VI-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТИТУТЛАРИ, УЛАРНИНГ ФАОЛИЯТИ ВА РОЛИ**

Молия бозори (1.1-1.3 параграфларга ва 1.2.1-чи расмга қаралсин) инфратузилмасининг институционал таркибига эмитентлар ва инвесторлар билан бирга савдо тизимлари (уларни алоҳида VII-чи бобда кўрамиз), профессионал қатнашчилари ва регуляторлар (уларни алоҳида IX-чи бобда кўрамиз) киришини кўриш мумкин. Бу институтларнинг институтларнинг барчасини (яъни олти унсурини) ўзаро боғлиқликдаги фаолияти молия бозорининг самарали функциясини таъминлайди ва индустриясини ифодалайди. Бунда молия бозорининг профессионал (малакали) ва ваколатли қатнашчилари бўлмиш молия институтларини алоҳида ўзаро боғлиқликда кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ. Чунки молия бозорида профессионал ва ваколатли (давлат молия органлари) қатнашчилари молия бозорининг нормал фаолиятини ва функциясини таъминлайдилар. Яъни молия институтлари ва савдо тизимлари эмитентлар ва инвесторларнинг молия бозорида мос равишда бир-бирлари ўртасида молиявий инструментлар ва молиявий ресурслар бўйича ўзаро алмашиши жараёнини амалга оширишида малакали тарзда фаол қатнашувчи институтлар ролини бажаради. Бунда улар инвестор ва эмитентларни ўзаро боғлайди, манфаатлар мослиги ва мутаносиблигини молия бозори конъюнктурасига боғлиқ ҳолда таъминлайдилар. Молия бозорида айнан самарали эмиссион ва инвестицион сиёсатлар молия институтлари ва савдо тизимлари фаолиятларига кўпдан (сезиларли) боғлиқ.

Айтиш жоизки, молия бозори қатнашчилари фаолияти сифати ва мулки баҳосини мос равишда махсус информатсион рейтинг агентликлари, аудиторлар ва баҳоловчи компаниялар ҳолисона баҳолаб белгилайдиган институтлар бўлганлиги учун уларни молия бозорининг алоҳида ҳолис профессионал институтлари сифатида қараш лозим. Чунки бундай институтлар молия бозори томонидан тан олинган, лекин унга расман бўйсунмайдиган информатсион ташкилотлар ҳисобланиб, уни объектив ва фойдали информатсия (ахборот ва маълумотлар, реклама, тақдимот, аналитик тадқиқотлар, маслаҳатлар ва ҳулосалар) ва хизматлар билан таъминлайдилар. Мисол тариқасида 3.2 параграфда келтирилган фонд индикаторларини (индексларини) белгиловчи институтларни (*S&P, Рейтер, Moody's, GST, Financial Times, АК&М, RTS* агентликлари, *Dow Jones & C<sup>o</sup>, Frank Russel Company (Tacoma, WA), Value Line, Росбизнесконсалтинг* компаниялари, ва ҳ.к.) кўрсатиш мумкин. Уларнинг ҳар бири ўзининг услубиятига эга бўлиб, таҳлил натижалари бир-бирлари билан маълум даражада корреляцияланади. Аудиторлар молиявий ҳисоб ва ҳисоботларни қонунчилик асосида текшириб, маслаҳатлар бериб, ҳулосалар берадилар. Баҳоловчи компаниялар эса мулкни баҳолайдилар. Умуман олганда уларнинг фаолият маҳсуллари молия бозори томонидан ҳозиргача тан олинади ва унинг учун зарурий ҳисобланади.

Молия бозори профессионал институтларини эмитентлар ва инвесторлар билан боғлиқликдаги фаолияти самараларини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган аналитик маълумотлардан кўриш мумкин.

### **6.1. Молия бозорларида суғурта ташкилотларининг фаолияти ва роли**

Умуман олганда, суғурта – бу молиянинг алоҳида шакли бўлиб, ҳаётда ва бозор иқтисодиётида маълум бўлган рискларни келишилган ҳақ эвазига қабул қилиб компенсациялашдан иборат молиявий фаолият тури ҳисобланади. Молия бозорида бундай фаолиятни ихтисослашган юридик шахс мақомига эга бўлган турли мулкчилик шаклида тузилган суғурта ташкилотлари (компаниялари) амалга оширади. Бунда суғурта компаниялари тижорат ташкилотлари сифатида маълум рискларга мойил бўлганликлари сабабли, улар ўзларига қабул қилган рискларни бошқа ўхшаш, лекин йирик ва нуфузли, суғурта компаниялари ёрдамида қайта суғурталайдилар.

Суғурта компаниялари фаолиятининг ҳосса ва хусусиятлари эвазига молия бозори таркибида алоҳида сегмент – интеграллашган суғурта хизматлари бозори фаолият юритади ва ривожланади. Бунда улар на фақат рисксизликни таъминловчи институтлар, балки молиявий ресурслар аккумулятори ва мос равишда йирик инвестициялар манбаи ва инвестор ҳам сифатида намоён бўлади. Таъкидлаш жоизки, суғурта компаниялари молия бозорининг суғурта сегментида суғурта операцияларини, бошқа сегмент-ларида эса молиявий инвестицион операцияларни амалга оширади.

Агар суғурта компаниялари акциядорлик капитали асосида тузилган бўлса, унда улар акциялар эмитенти сифатида ҳам намоён бўлади. Фонд бозоридаги эмиссион фаолияти доирасида улар бошқа турдаги қимматли қоғозларни ҳам белгиланган тартибда чиқаришга ҳақли.

Кўриниб турибдики, суғурта компаниялари банклар ва инвестиция институтлари билан бир қаторда молия бозорининг профессионал, ўта зарур, фойдали ва энг салмоқли қатнашчиларидан ҳисобланади.

Демак, суғурта ташкилотлари молия бозоридаги, умуман иқтисодиёт-даги ва ҳаётдаги барча олдиндан ноаниқ (башорат қилиниши қийин бўлган) ҳоллар ва эҳтимолий қалтис ҳатти-ҳаракатларни рисксиз (маълум даражада) тарзда бошдан кечиришнинг ишончилилик даражасини улардаги мавжуд бўлган риск даражаларини келишилган ҳақ эвазига пасайтириш орқали таъминлайди, натижада молиявий ресурслар аккумуляторига (жамғармасига) айланади, бу эса уларни катта ҳажмдаги инвестициялар манбаига айлантиради ва институционал инвестор сифатида молия бозорида самарали фаолият юритиш учун кенг имкониятлар беради. Бу эса молия бозорининг рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий ҳавфсизлик даража-сини кўтаришга, самарали инвестицион ҳажмини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, суғурта компаниялари умуман ҳаётда ва иқтисодиётда, хусусан молия бозорида қуйидаги ролларни бажаради:

- рисксизликни (суғурта турлари классификатори бўйича) таъминловчи молиявий институтлар;

- молиявий ресурслар аккумулятори, йирик инвестициялар манбаи;

- институционал инвестор (белгиланган тартибда);

- қимматли қоғозлар эмитенти (белгиланган тартибда).

Айтилганларни халқаро суғурта бозори ва суғурта операциялари ривожланиши тенденциялари асосида кўриш мумкин<sup>35</sup>.

Ҳозирда ривожланган мамлакатлардаги суғурта компаниялари операциялари ва даромадининг 60-80 фоизига орасидаги миқдори қимматли қоғозлар бозорида шаклланмоқда (илова 2). Даромадининг қолган қисми эса традицион суғурта операцияларидан ҳосил бўлмоқда. Ўзбекистонда ҳам шунга ўхшаш тенденцияни кўриш мумкин (илова 3).

### ***Саволлар***

1. Суғурта компанияларининг молия бозоридаги қандай фаолият турларини биласиз?

2. Суғурта компанияларининг молия бозоридаги роли қандай?

3. Қандай йирик суғурта компанияларини биласиз?

### ***Топшириқлар***

1. Суғурта компанияларининг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг.

2. Терминлар луғатини тузинг.

## **6.2. Молия бозорларида банкларнинг фаолияти ва роли**

Умуман олганда, банк – бу молиянинг маҳсус фаолият соҳаси бўлиб, молия бозори орқали пул ресурсларини жамлаб, уларни иқтисодиётнинг турли самарали субъектларига манфаатли

<sup>35</sup> Ваҳобов А.В., Жумаев Н.Х, Бурханов У.А. Халқаро молия муносабатлари.-Т.: Шарқ, 2003.-бб.347-370.

тақсимлайдиган алоҳида молиявий институт ҳисобланади. Бунда банк пул ва молиявий инструментлар ёрдамида ўзи билан боғлиқ шахслар (кредиторлар, эгалари-инвесторлар, жорий операцион хизматидан фойданувчи мижозлар, кредит олувчилар, шериклари) рискларини маълум (келишилган) ҳақ эвазига қабул қилиб олади ва жамланган рискларни манфаатли (фойда олиш ва фойда билан таъминлаш мақсадида) диферсификациялаш асосида профессионал бошқаради. Молия бозорида бундай фаолиятни ихтисослашган юридик шахс мақомига эга бўлган турли мулкчилик шаклида тузилган банклар амалга оширади. Бунда банклар тижорат ташкилотлари сифатида маълум рискларга мойил бўлганликлари сабабли, улар молия бозори орқали ўз рискларини бошқарадилар.

Банклар фаолиятининг механизми, ҳосса ва хусусиятлари эвазига молия бозори таркибида алоҳида сегмент – банк капитали ва хизматлари бозори фаолият юритади ва ривожланади. Бунда улар кредит, пул воситалари билан боғлиқ операциялар институтлари, молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори ва мос равишда йирик инвестициялар манбаи, институционал инвестор, профессионал эмитент ва воситачи сифатида намоён бўлади. Башқача қилиб айтилганда, банклар молия бозорининг пул, валюта ва кредит (банк капитали) сегментида тегишли операцияларини бажаради, фонд инструментлари сегментида эса қимматли қоғозлар билан боғлиқ молиявий хизмат, эмиссион ва инвестицион операцияларни амалга оширади. Бундан ташқари банклар ўз фаолиятлари доирасида кўчмас мулк бозорида ва ипотекавий хизматларни ҳам кўрсатади.

Кўриниб турибдики, банклар суғурта компаниялари ва инвестиция институтлари билан бир қаторда молия бозорининг профессионал, ўта зарур, фойдали ва энг салмоқли қатнашчиларидан ҳисобланади.

Айтилган операциялар негизида давлат (марказий) банки ва тижорат банклари ўзаро боғлиқликда банк тизимини ҳосил қилиб, марказий банк бошчилигида молия бозори орқали иқтисодиётда кредит-пул (монетар) сиёсатини юритади. Бу эса молия бозорининг рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий ҳавфсизлик даражасини кўтаришга, самарали инвестицион ҳажминини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, банклар умуман иқтисодиётда, хусусан молия бозорида қуйидаги ролларни бажаради:

- монетар сиёсатни таъминловчи институтлар;
- иқтисодиёт субъектларига кредит, пул воситалари билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал хизматлар кўрсатувчи институтлар;
- молиявий ресурслар аккумулятори, йирик инвестициялар манбаи;
- институционал инвестор (белгиланган тартибда);
- қимматли қоғозлар чиқарувчи (белгиланган тартибда);
- фонд бозорида профессионал хизмат кўрсатувчи институт.

Айтилганларни халқаро банк тизими ривожланиши тенденциялари асосида кўриш мумкин<sup>36</sup>.

Ҳозирда ривожланган мамлакатлардаги банклар операциялари ва даромадининг 80 фоизига яқин миқдори қимматли қоғозлар бозорида шаклланимоқда. Даромадининг қолган қисми эса традицион банк операцияларидан ҳосил бўлмоқда. Бу ҳолатни инвестиция банклари фаолияти мисолида кўриш мумкин.

Инвестиция банки – бу асосан қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларга ихтисослашган кредит-молия институти. Унинг мақсади: молия бозорлари орқали кўшимча пул маблағларини жалб қилиш, ўз мижозларини (жумладан давлатни) узоқ муддатли кредитлаш.

<sup>36</sup> Ваҳобов А.В., Жумаев Н.Х, Бурханов У.А. Халқаро молия муносабатлари.-Т.: Шарқ, 2003.-бб.347-370; Максимо В.Энг, Фрэнсис А.Лис, Лоуренс Дж.Мауер. Мировые финансы.-М.: ИКК «ДеКА», 1998.-736 с.

Инвестиция банклари мумтоз маънодаги банклардан фарқланиб, оддий банкларга ўхшаш кўп турдаги банк операцияларини бажармайдилар. Одатда уларни инвестицион банкирлар деб номлашади. Бунда уларнинг қимматли қоғозлар бўйича молиявий воситачи (қимматли қоғозларни чиқариш ва жойлаштирувчи ҳамда улар билан боғлиқ савдо операцияларини амалга оширувчи) сифатидаги фаолияти назарда тутилади.

Замонавий инвестиция банки ҳозирда на фақат фонд бозорларида қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларни бажаради, балки компанияларни бирлаштирилиши (ютиб борилиши) ва ўзаро бирлашишини ташкиллаштириш, ипотекани ва венчур капиталини бошқариш билан ҳам шуғулланади.

Айтиш жоизки, Ғарб мамлакатлари қонунлари ва статистикасида барча молиявий институтларни уларнинг асосий функциялари бўйича фарқланади. Лекин амалиётда эса борган сари тижорат ва инвестиция банклари орасидаги фарқ йўқолиб бормокда. Бунга мисол қилиб кўрсатиш мумкинки, масалан, АҚШдаги тижорат банклари қонунчилик (1933 йилдаги Гласс-Стигал ва қимматли қоғозлар тўғрисидаги қонунлар) билан ўрнатилган тўсиқларни четлаб ўтиб, ўз фаолиятларини универсаллаштириш йўлида банк холдингларини, инвестиция корпорацияларини тузганлар ва фонд бозорида билвосита фаол қатнашганлар. Кўп йиллик бундай самарасиз чекловчи тажрибадан кейин ҳозирда (2001 йилдан бошлаб) АҚШ банкларига фонд бозоридаги кўйилган тўсиқлар олиб ташланган.

Инвестиция банклари турли мамлакатларда маълум хусусиятларга эга. Масалан, Буюк Британияда – турли профилли инвестиция компаниялари, савдо банклари. Бунда савдо банклари оддий банк операцияларидан ташқари, акциядорлик компаниялари, пенсия фонлари, суғурта компаниялари қимматли қоғозларини бошқариш билан ҳам шуғулланади.

Францияда эса бизнес-банклар, инвестиция уйлари, Германияда – инвестиция жамиятлари, Японияда – траст-банклар ва шаҳар банклари мисол бўла олади.

Ҳозирда дунёнинг энг йирик инвестиция банклари қуйидагилар ҳисобланади<sup>37</sup>: *HSBC Holdings* (Буюк Британия), *Chase Manhattan Corp.* (АҚШ), *Credit Agricole Group* (Франция), *Citicorp.* (АҚШ), *Bank of Tokyo-Mitsubishi* (Япония), *Deutsche Bank* (Германия), *Bank America Corp.* (АҚШ), *ABN AMRO Bank* (Голландия), *Sumitomo Bank* (Япония), *Dai-Ichi Kangyo Bank* (Япония) ва ҳ.к.

Шундай қилиб, банкларнинг молия бозоридаги фаолият турларини қуйидагича тизимлаштириш мумкин.

1. Банклар молия бозорининг қуйидаги сегментларида фаолият юритадилар: валюта, қимматли қоғозлар, пул-кредит (жумладан ипотека кредитлари), қимматбаҳо металллар ва тошлар (жумладан санъат асарлари).

2. Кўчмас мулк бозорида воситачи, риелтор, ишончли бошқарувчи (траст), ипотекавий инвестор сифати фаолият кўрсатади.

3. Валюта бозорида: дилер ва брокер (трейдер, жумладан валюта оператори). Бунда спот ва муддатли бозорларда иштирок этади.

4. Пул-кредит бозорида: пул ҳисоб рақамлари ва пул воситалари (чеклар, карточкалар ва ҳ.к.) бўйича миқдорларга операцион хизмат кўрсатиш; кредит бериш ва олиш; бўлак кредиторларнинг кредит траншлари бўйича оператор бўлиш ва ҳ.к.

5. Қимматли қоғозлар бозорида: эмитент (эмиссияланувчи ва эмиссияланмайдиган турлари бўйича); институционал инвестор (ўзининг инвестицияларини бошқариш бўйича) ва коллектив инвестор (миқдорларининг инвестицияларини бошқариш бўйича); профессионал институт (брокер, трайдер, дилер, андеррайтер, траст, консалтинг, клиринг, депозитарий, трансфер-агент ва ҳ.к.).

<sup>37</sup> Top 1000. The Banker.-1998.-July.-p.131.

Молия бозорида санаб ўтилган фаолият турларини универсал банклар амалга оширади.

#### **Саволлар**

1. Банкларнинг молия бозоридаги қандай фаолият турларини биласиз?
2. Банкларнинг молия бозоридаги роли қандай?
3. Инвестицион банкларнинг фаолияти нимадан иборат?

#### **Топшириқлар**

1. Банкларнинг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **6.3. Молия бозорларида инвестиция институтларининг фаолияти ва роли**

Умуман олганда, инвестиция институти – бу молиянинг алоҳида фаолият соҳаси бўлиб, молия бозорининг фонд сегментида қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар бўйича малакали хизматлар кўрсатувчи молиявий институт ҳисобланади. Бошқача қилиб айтилганда, фонд (қимматли қоғозлар) бозорида профессионал фаолият қимматли қоғозларни ҳаёт циклидаги жарёнда содир (талаб) бўладиган хизматларни белгиланган тартибда кўрсатиш бўйича тадбиркорлик фаолияти ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бозорида бундай фаолиятни ихтисослашган юридик шахс мақомига эга бўлган, турли мулкчилик шаклида тузилган, махсус лицензияга (руҳсатномага) эга бўлган инвестиция институтлари амалга оширади.

Инвестиция институтлари фаолиятининг механизми, ҳосса ва хусусиятлари эвазига фонд бозори инфратузилмаси таркибида алоҳида малакали хизматлар бозори фаолият юритади ва ривожланади. Бунда улар қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда молиявий ресурслар (жамғармалар) ва инструментлар (қимматли қоғозлар) билан боғлиқ операциялар институтлари, молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори ва ҳисобчиси, мос равишда йирик инвестициялар манбаи, институционал инвестор, профессионал эмитент ва воситачи сифатида намоён бўлиши мумкин.

Кўриниб турибдики, инвестиция институтлари банклар ва суғурта компаниялари билан бир қаторда молия бозорининг профессионал, ўта зарур, фойдали ва энг салмоқли қатнашчиларидан ҳисобланади.

Бу эса молия бозорининг, хусусан қимматли қоғозлар бозорининг, рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий ҳавфсизлик даража-сини кўтаришга, самарали инвестицион ҳажмини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, инвестиция институтлари умуман иқтисодиётда, хусусан қимматли қоғозлар (фонд) бозорида қуйидаги ролларни бажаради:

- иқтисодиёт субъектлари ва аҳолига қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал хизматлар кўрсатувчи институтлар;
- молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори, йирик инвестициялар манбаи;
- институционал инвестор (белгиланган тартибда);
- қимматли қоғозлар эмитенти (белгиланган тартибда).

Ҳозирда ривожланган мамлакатлардаги инвестиция институтлари операциялари жаҳон фонд бозорларининг барча қисмини қамраб олган.

Қимматли қоғозлар бозори профессионал қатнашчиларининг ижроия органлари раҳбарлари, шунингдек уларнинг имзо ҳуқуқига эга ходимлари қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан бериладиган малака гувоҳномаларига эга бўлишлари керак. Малака гувоҳномасининг амал қилиш муддати турли мамлакатларда ҳар хил бўлади, масалан, Ўзбекистонда – уч йил.

Дунёнинг турли мамлакатларида инвестиция институтларининг фаолият турлари ўзгача номланади, лекин улар мазмунан ўхшаш. Масалан, жаҳон амалиётида фаолият турлари қуйидагича номланишиш мумкин: дилер, брокер, бошқарувчи компания, депозитарий, клиринг ва х.к.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида эса қуйидаги *профессional фаолият* турлари амалга оширилади:

- инвестиция воситачиси фаолияти;
- инвестиция маслахатчиси фаолияти;
- инвестиция фонди фаолияти;
- бошқарувчи компания фаолияти;
- инвестиция фондларининг инвестициявий активларини бошқариш бўйича фаолият;
- депозитарий фаолияти;
- ҳисоб-клиринг палатаси (ташкilotи) фаолияти;
- трансфер-агент фаолияти (лицензияланмайди);
- қимматли қоғозлар бўйича биржадан ташқари савдолар ташкilotчиси фаолияти.

Қимматли қоғозлар бозорида қонун ҳужжатларига мувофиқ профессионал фаолиятнинг бошқа турлари ҳам амалга оширилиши мумкин, масалан, номинал сақловчи (депозитарий бажаради).

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи инвестиция фонди фақат очиқ акционерлик жамияти шаклида тузилади.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи юридик шахсларни тузиш, фаолият курсатиш ва тугатиш тартиби, ушбу Қонуннинг қоидалари ҳисобга олинган ҳолда, қонун ҳужжатлари билан белгиланади.

Келтирилган фаолият турларига қисқача тавсиф берамиз.

Қимматли қоғозлар бозорида *инвестиция воситачиси* фаолиятига брокерлик ва дилерлик фаолиятлари киради.

Топшириқ шартномалари ёки воситачилик ҳақи асосида ёхуд битимлар тузиш учун берилган ишончнома асосида иш олиб бориб, ваколатли шахс ёки воситачи сифатида қимматли қоғозлар юзасидан фуқаролик-ҳуқуқий битимларни амалга ошириш брокерлик фаолияти ҳисобланади.

Брокерлик фаолиятида операциялар асосан мижоз номидан (топшириғига биноан) ва мижоз ҳисобидан бажарилади.

Мижозларнинг қимматли қоғозларга сармоя киритиш учун брокерга берилган пул маблағлари, шунингдек брокер томонидан мижозлар билан тузилган шартномалар асосида амалга оширилган битимлардан олинган пул маблағлари брокер томонидан банкда очиладиган алоҳида банк ҳисоб рақам(лар)ида (махсус брокерлик ҳисоб рақамида) сақланиши керак.

Агар брокерлик хизмати курсатиш шартномасида кўзда тутилган бўлса, брокер мижозга унинг пул маблағлари ҳисобига топшириқларни бажариш ёки мижоз талабига кура уларни қайтариб беришни кафолатлаган ҳолда, махсус брокерлик ҳисоб(лар)идаги мижозларнинг пул маблағларидан ўз манфаатлари учун фойдаланиш ҳуқуқига эга.

Брокерга ўз манфаатлари йўлида фойдаланиш ҳуқуқини берган мижозларнинг пул маблағлари, унга ўз манфаатлари йўлида фойдаланиш ҳуқуқини бермаган мижозларнинг пул маблағлари сақланадиган махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)идан бошқа махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)ида сақланиши керак.

Брокер ўзининг шахсий пул маблағларини махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)ига ўтказиш ҳуқуқига эга эмас, ушбу модда билан белгиланган тартибда мижозга қайтариб бериш ва/ёки унга қарз бериш ҳоллари бундан мустасно.

Брокер махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)ида турган ҳар бир мижознинг пул маблағларининг ҳисобини юритишга ва мижозга ҳисобот беришга, шунингдек, топшириғи бўйича акциясига эгалик қилаётган шахс билан тузилган шартномага мувофиқ ва унинг топшириғи билан қимматли қоғозлар бўйича операциялар ва битимларни амалга оширишга мажбур.

Махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)ида турган мижозларнинг пул маблағлари брокернинг мажбуриятлари юзасидан ундирилиши мумкин эмас.

Муайян қимматли қоғозларни сотиб олиш ва/ёки сотиш нархларини ошқора эълон қилиш ҳамда ушбу қимматли қоғозларни эълон қилинган нархлари бўйича сотиб олиш ва/ёки сотиш мажбуриятини олиш йўли билан ўз номидан ва ўз ҳисобидан қимматли қоғозларга доир олди-сотди битимларини тузиш дилерлик фаолияти ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бўйича дилерлик фаолиятини амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси дилер деб номланади.

Нархлардан ташқари дилер қимматли қоғозларнинг олди-сотди шартномасига бошқа муҳим шартларни маълум қилиш ҳуқуқига эга: олинаётган/сотилаётган қимматли қоғозларнинг минимал ёки максимал миқдори, шунингдек эълон қилинган нархлар амал қиладиган муддат. Эълонда бошқа муҳим шартлар кўрсатилмаса, дилер уз мижози таклиф қилган муҳим шартлар бўйича шартнома тузишга мажбур. Дилер шартнома тузишдан бош тортиши ҳолларида, уни шундай шартнома тузишга мажбур қилиш ва/ёки мижозга етказилган зарарларни қоплатиш тўғрисида даъво қўзғатилиши мумкин.

Инвестиция воситачиси ўзининг ҳаракатлари ёки ҳаракатсизлиги туфайли мижозларига етказилган зарарни қоплаши шарт.

Инвестиция воситачисининг корхоналари ва ташкилотларини Ягона давлат реестридан чиқариш фақат унинг мижозларига ажратилган пул маблағлари ва қимматли қоғозларни қайтариш билан боғлиқ таомиллар бажарилганидан сўнггина қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органининг ёзма тасдиғи асосида амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар бозорини ва унинг иштирокчиларини таҳлил этиш ва истикболини аниқлаш, молиявий воситаларни (молиявий мажбуриятларни) экспертиза қилиш, ишлаб чиқиш ва тавсия этиш бўйича хизматлар кўрсатиш, қимматли қоғозлар чиқариш, уларни жойлаштириш ва муомалага киритиш, мутахассисларни қайта тайёрлаш, шунингдек юридик ва жисмоний шахслар инвестиция сиёсатини амалга оширишлари хусусида маслаҳатлар бериш соҳасидаги хизматлар қимматли қоғозлар бозорида *инвестиция маслаҳатчисининг* фаолияти, деб эътироф этилади.

Қимматли қоғозлар бозорида инвестиция маслаҳатчиси фаолияти билан шуғулланувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси инвестиция маслаҳатчиси деб номланади. Юридик ёки жисмоний шахс инвестиция маслаҳатчиси бўлиши мумкин.

Инвестиция маслаҳатчиси мижозга муайян қимматли қоғозларни сотиб олиш ёки сотиш бўйича тавсиялар тақдим этиш, шунингдек мижозга инвестиция қарорини ўзи мустақил қабул қилиши учун зарур ахборотни тақдим этиш ҳуқуқига эга.

Маслаҳат хизматлари кўрсатилганида, бажарилган ишлар далолатномасида мувофиқ ёзувлар кўрсатилади, мижозга тақдим этилган ҳужжатларнинг нусхалари эса инвестиция маслаҳатчисида қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда сақланади.

Инвесторларнинг пул маблағларини ишга солиш мақсадида акциялар сотиб оладиган ва чиқарадиган ҳамда маблағларни фонд номидан қимматли қоғозларга, масъулияти чекланган жамиятлар улушларига, банклардаги ҳисобварақларга ва омонатларга қўядиган юридик шахс *инвестиция фондидир*.

Инвестиция фондларининг маблағларни бундай қўйиш билан боғлиқ таваккалчилиги, бу маблағларнинг бозордаги қадри ўзгаришидан келадиган даромад ва қўриладиган зарар тўла-тўқис ушбу фонд эгалари (акциядорлари) ҳисобига ўтказилади ва улар томонидан фонд акцияларининг жорий нархлари ўзгариши ҳисобига реализация қилинади.

Банклар ва суғурта компаниялари инвестиция фондлари бўла олмайди.

Инвестиция фонди бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларга қайта тузилиши мумкин эмас. Инвестиция фондини қайта ташкил этиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган ҳолда амалга оширилади.

Инвестиция фондининг лицензияси амал қилишини тугатиш еки лицензиясини бекор қилиш инвестиция фондининг фаолияти тугатилишига ва лицензиясини амал қилишини еки бекор қилинши тўғрисида қарор қабул қилинган кундаги бозор нарҳида, лекин бу ҳол содир бўлган санадан олдинги олти ой ичидаги ўртача нарҳдан кам бўлмаган нарҳда фонд акциядорларига уларнинг маблағларини қайтариб беришга олиб келади.

Инвестиция фондини корхоналар ва ташкилотлар ягона давлат реестридан чиқариш фақат ушбу моддада кўрсатилган жараёнлар тугаганидан сунг, қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органининг ёзма тасдиғи асосида амалга оширилади.

Юридик шахснинг эгалик қилиш учун ўзига берилган ва бошқа бир шахсга тегишли бўлган, мазкур шахс ёки бу шахс кўрсатган учинчи шахслар манфаатларини кўзлаб:

- қимматли қоғозларни;
- қимматли қоғозларни сармоялашга мўлжалланган пул маблағларини;
- қимматли қоғозларни бошқариш жараёнида олинган пул маблағлари ҳамда қимматли қоғозларни ҳақ эвазига бошқариш ваколатини муайян муддат давомида ўз номидан амалга ошириши қимматли қоғозларни *бошқариш соҳасидаги* фаолият ҳисобланади.

Қимматли қоғозларни бошқариш фаолиятини амалга ошириш тартиби қонун ҳужжатлари ва шартномалар билан белгиланади.

Қимматли қоғозларни ишончли бошқариш бўйича фаолиятни амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси *бошқарувчи компания* деб номланади.

Ишончли бошқарувга берилган инвестиция активлари билан битимларни бошқарувчи компания ўз номидан амалга оширади, бунда у бошқарувчи компания сифатида ҳаракат қилаётганлигини кўрсатиши керак. Агар ёзма равишда расмийлаштиришни талаб этмайдиган ҳаракатларни амалга оширишда бошқа тараф унинг бажарилиши тўғрисида бошқарувчи томонидан маълум қилинган бўлса, ёзма ҳужжатларда ишончли бошқарувчининг номидан кейин тегишли белгилар киритилган бўлса, юқоридаги шартга амал қилинган ҳисобланади.

Агар бошқарувчи компания ва унинг мижози ёки бир бошқарувчи компаниянинг турли мижозлари манфаатлари юзасидан баҳс, барча тарафлар олдиндан бу ҳақда хабардор қилинмаган бўлса, бошқарувчи компаниянинг мижоз манфаатларига зарар етказувчи ҳаракатларни амалга оширишга олиб келган бўлса, бошқарувчи компания ўз ҳисобидан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда зарарларни қоплашга мажбур.

Инвестиция фондларининг инвестиция активларини бошқариш бўйича фаолият деганда, ушбу модда ва қонун ҳужжатлари билан белгиланган фаолиятнинг талабларига жавоб берадиган *бошқарувчи компаниянинг* фаолияти тушунилади. Инвестиция фондларининг инвестиция активларини бошқариш бўйича фаолиятни амалга оширувчи юридик шахс *инвестиция фондларининг бошқарувчи компанияси* деб номланади.

Инвестиция фондларини бошқарувчи компания инвестиция фондларининг инвестиция активларини бошқариш бўйича фаолиятни амалга оширувчи, шунингдек қимматли қоғозларнинг



олди-сотдиси билан шуғуланувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси ҳисобланади.

Инвестиция фондларини бошқарувчи компания қонунчиликка мувофиқ тузилган ва инвестиция фондининг топшириғи билан ва унинг номидан унга берилган қимматли қоғозларни; қимматли қоғозларга инвестициялашга мўлжалланган пул маблағлари; қимматли қоғозларни бошқариш жараёнида қўлга киритилган пул маблағларини ишончли бошқарувни; инвестиция фондининг қимматли қоғозлари портфелини тузишни ва бу портфелни диверсификация қилиш бўйича хизматлар кўрсатишни; шунингдек фонд билан тузилган шартномага мувофиқ инвестиция фондининг эгаси вазифасини амалга оширувчи исталган мулкчилик шаклидаги юридик шахс ҳисобланади. Кўрсатилган операциялар инвестиция фондларини бошқарувчи компания фаолиятининг мутлақ турлари ҳисобланади.

Бошқарувчи компаниянинг таъсисчилари юридик ва жисмоний шахслар бўлиши мумкин, давлат ҳокимияти ва бошқарув органлари, шунингдек улар томонидан таъсис қилинган устав фондининг 25 фоиздан ортигини давлат улуши ташкил этувчи корхоналар бундан мустасно.

Инвестиция фондларининг бошқарувчи компанияси депозитарий, давлат бошқарув органи, ноtijорат ташкилоти, шунингдек аффилиланган шахс (шахслар) томонидан тузилган корхона бўлиши мумкин эмас.

Инвестиция фондларини бошқарувчи компания уставида инвестиция фондларининг активларини бошқариш унинг мутлақ фаолият тури ҳисобланиши тўғрисидаги ҳолат мавжуд бўлиши шарт.

Қимматли қоғозларни сақлаш, қимматли қоғозлар бўйича ҳуқуқларни ҳисобга олиш ва тасдиқлаш бўйича хизматлар *депозитар фаолият* ҳисобланади.

Депозитар фаолиятни амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси *депозитарий* деб номланади. Факат юридик шахсгина депозитарий булиши мумкин.

Қимматли қоғозларни сақлаш, қимматли қоғозлар бўйича ҳуқуқларни ҳисобга олиш ва тасдиқлаш бўйича депозитарий хизматларидан фойдаланадиган шахс депонент ҳисобланади.

Депозитарий ва депонент ўртасидаги муносабатлар тегишли шартнома билан тартибга солинади.

Депозитар шартнома – депозитарий билан депонент ўртасида ёзма шаклда тузиладиган, қимматли қоғозларни сақлаш ва қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш билан боғлиқ муносабатларни тартибга солиб турувчи шартнома.

Депозитар хизмат кўрсатиш тўғрисида шартнома тузиш депонентнинг қимматли қоғозларга мулк ҳуқуқи депозитарийга ўтишига олиб келмайди.

Депозитарий ўзига депонентга қўйилган қимматли қоғозларнинг бут сақланиши учун, шунингдек қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиб бориш бўйича ўз бурчларини бажармаганлиги ёки тегишли даражада бажармаганлиги учун, шу жумладан депонент ҳисобварақлари бўйича ёзувларнинг тўлалиги ва тўғрилиги учун қонунда белгилангандек жавобгар бўлади.

Депонентларнинг қимматли қоғозларига депозитарийнинг мажбурият-лари бўйича ундирув қаратилиши мумкин эмас.

Ўзаро мажбуриятларни белгилаш, аниқлаш ва ҳисобга олишга доир фаолият *клиринг* деб ҳисобланиб, бу фаолият битимга доир ахборотни тўплаш, солиштириш, унга тузатиш киритиш ҳамда қимматли қоғозларга доир фуқаровий-ҳуқуқий битимларни ижро этиш учун бухгалтерия ҳужжатларини тайёрлаш операцияларини назарда тутади.

Қимматли қоғозларга доир битимлар бўйича ҳисоб-китоб-клиринг операцияларини амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари *ҳисоб-китоб-клиринг палатаси* (ташкilotи) деб аталади.

Қимматли қоғозларга доир операциялар юзасидан ҳисоб-китоб олиб борилиши муносабати билан клирингни амалга оширувчи ташкilotлар ўзаро мажбуриятларни аниқлаш чоғида тайёрлаб қўйилган қимматли қоғозлар, пул маблағлари ва бухгалтерия ҳужжатларини ижрога қабул қилиб олаётганларида қимматли қоғозлар бозорининг қайси қатнашчиси учун ҳисоб-китоб ишлари амалга оширилаётган бўлса, шу қатнашчи билан тузган ўз шартномаларига асосланадилар.

Ҳисоб-клиринг палаталарининг (ташкilotларининг) мижозлари маблағларига ҳисоб-клиринг палаталарининг (ташкilotларининг) мажбуиятлари юзасидан бўйича ундирув қаратилиши мумкин эмас.

*Трансфер-агентнинг* фаолияти деганда, қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш тизимига тааллуқли ҳужжатларни қабул қилиш, қайта ишлаш ва ўтказиш бўйича хизматлар курсатиш тушунилади.

Қимматли қоғозлар бозорининг трансфер агент фаолиятини амалга оширувчи профессионал қатнашчиси *трансфер-агент* деб номланади.

Эмитент билан ўзаро муносабатда трансфер-агент қуйидагиларни амалга оширади:

- эмитент билан тузилган шартномага мувофиқ белгиланган муддатда реестр шакллантириш учун марказий регистраторга суров юбориш;

- марказий регистратордан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда қимматли қоғозлар эгалари реестрини қабул қилиш;

- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда эмитентга қимматли қоғозлар реестрини етказиш ва бериш.

Трансфер-агент эмитентга марказий регистратордан олинган қимматли қоғозлар эгалари реестри ва бошқа маълумотларни ўз вақтида етказиб бериш ва уларнинг сақланиши юзасидан жавобгар ҳисобланади.

Қимматли қоғозларни бегоналаштирувчи (сотиб олувчи) билан ўзаро муносабатда трансфер-агент қуйидагиларни амалга оширади:

- қимматли қоғозларни бегоналаштирувчидан (сотиб олувчидан) олинган ҳужжатларни текшириш, рўйхатга олиш ва ҳисобга олиш;

- мижозлардан олинган ҳужжатларни рўйхатга олиш ва ҳисобга олиш;

- қимматли қоғозларни бегоналаштирувчига хизмат кўрсатаётган депозитарийга қимматли қоғозлар бўйича ҳуқуқларнинг ўтишига асос ҳисобланувчи ҳужжатларни етказиб бериш ва тақдим этиш;

- имзолар тақдим этилган ҳужжатларда кўрсатилган шахслар (уларнинг вакиллари) томонидан қўйилганлигини қафолатлаш;

- операциялар қонун ҳужжатларига мувофиқ амалга оширилганлигини тасдиқловчи ҳужжатларни қабул қилиш;

- бегоналаштирувчининг (сотиб олувчининг) хизмат кўрсатувчи депозитарийдан шартномага мувофиқ олинган қимматли қоғозларни бегоналаштирувчига (сотиб олувчига) етказиб бериш ва тақдим этиш.

Бегоналаштирувчи (сотиб олувчи)нинг қимматли қоғозлар трансфер-агенти билан муносабатлари шартнома асосида тартибга солинади.

Қимматли қоғозлар бўйича *биржадан ташқари савдолар ташкilot-чисининг фаолияти* деганда, инвесторларга воситачиларни ёлламадан туриб савдоларда қатнашиш имкониятини

берувчи аризалар қабул қилиш пунктлари, махсус компьютер савдо тизимларидан фойдаланишнинг белгиланган қоидалари бўйича қимматли қоғозлар савдосини ташкил қилиш фаолияти тушунилади.

Биржадан ташқари савдолар ташкил қилиш, шунингдек биржадан ташқари листинглар қоидалари қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдоси ташкилотчиси томонидан қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишган ҳолда белгиланади.

Биржадан ташқари листинг - қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдога уларни биржадан ташқари бюллетенига киритган ҳолда, савдога қўйишдир.

Биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси қонун ҳужжатларида ўрнатилган тартибда ўтказилаётган савдоларнинг ошқоралиги ва оммавийлигини таъминлаши лозим.

6.2 параграфда айтилганидек, банклар қимматли қоғозлар бозорида эмитентлар, инвесторлар сифатида қатнашиши мумкин. Қимматли қоғозлар бозорида банкларнинг профессионал фаолияти қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан бериладиган лицензия асосида амалга оширилади.

*Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари томонидан қимматли қоғозлар билан тузиладиган битимлар ва инвесторлар маблағларининг ҳисобини юритиши*

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси инвесторлар иштирокида қимматли қоғозлар билан ўзи тузадиган барча битимларнинг ҳисобини юритади.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси томонидан қимматли қоғозларнинг ҳамда инвесторлар маблағларининг ҳисобини юритиш унинг молиявий-хўжалик фаолиятининг бухгалтерия ҳисобидан алоҳида тарзда, қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда олиб борилади.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси қонун ҳужжатларида белгиланган тартиб ва муддатларда ўз архивида инвесторларнинг қимматли қоғозлари ва маблағлари ҳисобга олиш бўйича ҳужжатларни сақлаши шарт.

*Қимматли қоғозлар бозорида фаолият турларини қўшиб олиб бориши*

Қимматли қоғозлар бозорида турли профессионал фаолият турларини қўшиб олиб бориш бир шахснинг ўзига қимматли қоғозлар бозорида турли хил фаолиятни амалга ошириш учун бир нечта лицензиялар бериш орқали амалга оширилади.

Бошқарувчи компаниянинг фаолияти фаолиятнинг мутлак тури ҳисобланади. Трансфер-агентнинг фаолияти қимматли қоғозлар бозоридаги бошқа фаолият турлари билан қўшиб олиб борилиши мумкин эмас.

Қимматли қоғозлар бўйича фаолият турларини қўшиб олиб бориш ва операциялар ўтказиш соҳасидаги қўшимча чеклашлар қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан тартибга солинади.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида *депозитарий тизими ва бошқа фаолият турларини* алоҳида қўриб чиқиш мақсадга мувофиқ.

Марказий депозитарий – Ўзбекистон Республикаси депозитарийларида қимматли қоғозларни сақлаш, ҳуқуқларни ҳисобга олиш ва ҳаракатининг ягона тизимини таъминловчи депозитарийдир.

Марказий депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ давлат унитар корхонаси сифатида тузиган.

Марказий депозитарий ўз фаолиятини хизмат кўрсатишдан олинган даромадлар ва бошқа тушумлар ҳисобига амалга оширади.

Марказий депозитарий хизматлари учун олинадиган тарифлар миқдори Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги билан келишилган ҳолда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан тасдиқланади.

Марказий депозитарийнинг мутлақ *вазифалари* қуйидагилардан иборат:

- нодавлат эмиссиявий ҳужжатсиз қимматли қоғозларни сақлаш;
- қимматли қоғозларга нисбатан давлат ҳуқуқларини ва қимматли қоғозларни бошқариш бўйича ваколатли шахсларнинг қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларини ҳисобга олиш;
- депозитарийларнинг вакиллик ҳисобварақларини юритиш;
- биржа ва биржадан ташқари савдолар қатнашчиларининг қимматли қоғозлари савдоларга қўйилишидан олдин улар борлигини ва ҳақиқий эканлигини тасдиқлаш;
- савдоларда тузилган битимларга мувофиқ биржа ва биржадан ташқари савдолар қатнашчиларига қимматли қоғозлар етказиб берилишини таъминлаш;
- нодавлат эмиссиявий қимматли қоғозларнинг муомалага чиқарилганлигини тасдиқловчи ҳужжатларни сақлаш;
- Ўзбекистон Республикаси ҳудудида норезидентлар томонидан, шунингдек қимматли қоғозларнинг хорижий фонд бозорларида Ўзбекистон Республикаси резидентлари томонидан чиқарилган қимматли қоғозларни ҳисобга олиш;
- марказий регистратор вазифасини амалга ошириш;
- инвестиция фондлари томонидан чиқарилган ва уларга тегишли қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш;
- Ўзбекистон Республикаси депозитарлик тизимида Депонентларнинг ягона базасини юритиш;
- депозитарийлар тизимида қимматли қоғозлар ҳаракати тўғрисидаги ахборотларни жамлаш ва тартибга солиб туриш.

#### *Депозитар операциялар ва депозитар операциялар стандартлари*

Қимматли қоғозлар билан депозитар операциялар (кейинги ўринда – депозитар операциялар) – қимматли қоғозларни сақлаш ва қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш бўйича депозитарийлар томонидан ҳисобга олиш рўйхатларида амалга ошириладиган операциялар.

Депозитар операциялар стандартлари – депозитар операциялар ўтказишнинг қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тасдиқланадиган меъёрлари ва қоидалари.

Депозитар операциялар стандартларини ишлаб чиқиш, тасдиқлаш ва депозитарийлар уларга риоя этишини назорат қилиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан амалга оширилади.

Депозитарий тизимида *депонент ҳуқуқлари ва мажбуриятларини* алоҳида кўрсатиш мақсадга мувофиқ, улар қуйидаги ҳуқуқларга эгадир:

- депозитарийдаги ўзининг депо ҳисобварағида бўлган қимматли қоғозларни қонун ҳужжатларида белгиланган тартиб ва доирада тасарруф этиш. Депонентда депозитарийда ҳисобга олинадиган қимматли қоғозларни тасарруф этиш ҳуқуқи қимматли қоғозлар унинг депо ҳисобварағига киритилган пайтдан эътиборан вужудга келади;
- депозитарийга ўз депо ҳисобварағи бўйича операцияларни амалга ошириш юзасидан топшириқ бериш (учинчи шахслар олдида зиммасига мажбуриятлар юкланган қимматли қоғозларни уларга юкланган мажбуриятлар тугаганлигини тасдиқловчи ҳужжатларни тақдим этмай туриб ўтказиш тўғрисидаги фармойиш бундан мустасно), сўров киритиш, топшириқлар бажарилганлиги тўғрисидаги ҳисоботни талаб қилиш;

- ўзига тегишли ҳужжатли қимматли қоғозларни сақлаш ва исталган депозитарийга ҳужжатли ва ҳужжатсиз қимматли қоғозларга нисбатан мулк эгаллиги ҳуқуқини ҳамда бошқа ашёвий ҳуқуқларни ҳисобга олишни топшириш;

- депозитар шартнома тузиш тўғрисидаги қарор қабул қилгунга қадар депозитарийда қимматли қоғозларни сақлаш ва ҳисобга олиш қоидалари билан танишиш;

- депозитар шартнома шартларига мувофиқ ўз депо ҳисобварағининг ҳолати ҳақида кўчирма олиш ва ўзининг депо ҳисобварағи бўйича депозитарий томонидан ўтказилган операциялар тўғрисида ҳисобот олиш.

Депонент қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ҳуқуқларга ҳам эга бўлиши мумкин.

Депонент қуйидагиларга *мажбурдир*:

- ўзининг ваколатли шахсининг ваколати тугатилиши ёки ўзгариши тўғрисида депозитарийни хабардор қилиш;

- ўз реквизитларидаги барча ўзгаришлар ҳақида депозитарийга хабар бериш;

- депозитарийнинг ёзма хабарлари тўғрилигини ва тўлаллигини текшириш, агар ноаниқликлар борлиги аниқланадиган бўлса, улар ҳақида депозитарийни ўз вақтида хабардор қилиш.

Депонент қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа мажбуриятларга ҳам эга бўлиши мумкин.

Бунда депозитарий қуйидаги *ҳуқуқларга* эгадир:

- белгиланган тартибда ҳужжатли қимматли қоғозларнинг ҳақиқийлигини текшириш;

- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда ҳужжатли қимматли қоғозларни инкассация қилиш ва ташиш;

- депонентларнинг топшириғига биноан уларга тегишли қимматли қоғозлар бўйича даромадларни ўтказиш;

- эгасининг ёзма топшириғига биноан акциядорларнинг умумий йиғилишида унинг манфаатларини ифодалаш;

- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда брокер миждозларининг қимматли қоғозларига бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш.

Депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ҳуқуқларга ҳам эга бўлиши мумкин.

Депозитарий қуйидагиларга *ҳақли эмас*:

- ўзига сақлаш учун берилган мулкдан қимматли қоғозлар сифатида фойдаланиш ёки депо ҳисобварағидан депонентнинг рухсатсиз қимматли қоғозларни ўтказиш, қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳоллар бундан мустасно;

- ўзи чиқарган қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқ ҳисобини юритиш;

- қимматли қоғозлар билан ўзининг номидан ва ўз ҳисобидан битимлар тузиш, депозитарийнинг ўзи чиқарган қимматли қоғозларга доир битимлар бундан мустасно.

Агар қонун ҳужжатларида бошқача қоида назарда тутилмаган бўлса, Марказий депозитарий қуйидагиларга ҳам *ҳақли эмас*:

- қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларнинг ҳисобини юритиш, ушбу модданинг биринчи қисми олтинчи хатбошиси, ушбу Қонуннинг 48 ва 50-моддаларида назарда тутилган ҳоллар бундан мустасно;

- бошқа юридик ва жисмоний шахсларга молиявий ёрдам кўрсатиш;

- бошқа юридик шахсларнинг устав жамғармасида қатнашиш.

Депозитарий қуйидагиларга *мажбурдир*:

- ўзига сақлаш учун топширилган қимматли қоғозларнинг сақланишини таъминлаш;

- ҳар бир депонентга тегишли қимматли қоғозларнинг турлари, сони ва номинал қийматини ҳисобга олиб бориш;

- қимматли қоғозлар зиммасига мажбуриятлар юклатилган ҳоллар ва улар тугатилган ҳоллар ҳисобини юритиш;

- қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан белгиланган тартиб ва муддатларда депозитар операцияларга оид ҳужжатларни ўз архивларида сақлаш;

- депонентлар ҳисобварақлари бўйича операцияларни фақат депонентларнинг ёки уларнинг ишончли вакиллари ёзма топшириқлари асосида амалга ошириш, қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳоллар бундан мустасно;

- депо ҳисобварақлари ҳолатига ўзгартишлар киритишга асос ҳисобланувчи барча бирламчи ҳужжатларни сақлаш;

- депонентнинг қимматли қоғозларга мулк ҳуқуқи ва бошқа ашёвий ҳуқуқларини депо ҳисобварағидан тегишли кўчирма бериш билан тасдиқлаш;

- депо ҳисобварақларининг ҳолати ва ундаги қимматли қоғозларнинг мавжудлиги, уларнинг ҳаракати тўғрисидаги ахборотнинг махфийлигини таъминлаш, қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳоллар бундан мустасно;

- депо ҳисобварағи бўйича операцияларни қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи, монополияга қарши кураш давлат органи, шунингдек суд, суриштирув ва тергов органларининг қарорлари асосида, қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тугатиш;

- қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи, солиқ органи, монополияга қарши кураш давлат органи, шунингдек суд, суриштирув ва тергов органларининг талабига биноан ўзининг фаолиятига тааллуқли маълумотларни қонун ҳужжатларида белгилаб қўйилган тартибда ва доирада тақдим этиш;

- ўзига етказилган зарарларни суғурта қилдириш, махсус жамғармалар тузиш ёки қонун ҳужжатларида назарда тутилган бошқа йўллар билан қоплаш усулларини кўзда тутиш;

- ҳужжатли (нақд) акциялар ва корпоратив облигацияларни беғараз тарзда қабул қилинишини ва сақланишини ҳамда уларнинг ҳужжатсиз (нақдсиз) шаклга ўтказилиши бўйича зарур ҳаракатларни кўришни амалга ошириш.

Қимматли қоғозларнинг *номинал сақловчи* вазифасини бажаришда депозитарий яна қуйидагиларга ҳам *мажбурдир*:

- миждоз билан тузилган шартномада тегишли кўрсатма мавжуд бўлган ҳолларда, ушбу шахс мазкур қимматли қоғозлар бўйича ўзига тегиши керак бўлган ҳамма тўловларни олишини таъминлашга қаратилган ҳаракатларнинг барчасини амалга ошириш;

- брокерлик фаолиятини амалга ошириш чоғида, қимматли қоғозлар юзасидан битимлар ва операцияларни фақат қимматли қоғозлар эгасининг топшириғига мувофиқ ва у билан тузилган шартномага кўра амалга ошириш;

- бошқа шахсларнинг топшириғига кўра ўзи сақлаб турган қимматли қоғозлар ҳисобини алоҳида ҳисобварақларда ҳисобга олиб бориши ва қимматли қоғозларни сақлаб туриш ҳақида топшириқ берган шахсларнинг талабларини қондириш мақсадида ушбу ҳисобварақларда доимо етарли миқдорда қимматли қоғозларга эга бўлиш.

Депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа мажбуриятларга ҳам эга бўлиши мумкин.

#### *Депозитарийларда қимматли қоғозлар сақланишининг кафолати*

Депозитарийларда қимматли қоғозларнинг сақланиши уларни қимматли қоғозларни сақлашга доир талабларга жавоб берадиган қимматли қоғозларни сақлаш жойларида сақлаш ва

ҳисобга олиш рўйхатларини депозитар операциялар стандартларига мувофиқ ҳолда юритиш орқали таъминланади.

Марказий депозитарийда сақланаётган ва ҳисобга олинаётган қимматли қоғозларнинг сақланиши шунингдек Марказий депозитарийнинг маълумотлари мажмуида қўшимча сақлаб турилиши, техник тизимларда узилиш юз берганда ва қутилмаган вазиятлар вужудга келганда Марказий депозитарий маълумотлари мажмуини тезкор тиклаш орқали таъминланади.

Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи қимматли қоғозларнинг депозитарийларда сақланиши ва уларга бўлган ҳуқуқ ҳисоби юритилиши ишончлилигини таъминлашга доир қўшимча талабларни белгилаши мумкин.

#### *Депозитарийнинг жавобгарлиги*

Депозитарий қуйидаги ҳолларда ўз депонентлари олдида қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда жавобгардир:

- депо ҳисобварақларида қимматли қоғозлар эгалари ва уларга тегишли қимматли қоғозлар тўғрисидаги ёзувлар йўқотилганда. Депозитарий ўз ҳисобидан йўқотилган ёзувларни тиклайди;

- депонентларнинг ҳужжатли қимматли қоғозлари депозитарийнинг сақлаш жойларида тегишлича сақланмаганлиги оқибатида улар йўқотилган ёки яроқсиз ҳолга келганда. Депозитарий кўрсатилган қимматли қоғозларни тайёрлашга кетадиган харажатларни қоплайди ёки ўз ҳисобидан янгиларини тайёрлайди;

- қимматли қоғозлар чиқарилганлигини тасдиқлайдиган ҳужжатларни ва ҳисобга олиш рўйхатларидаги ёзувларни лозим даражада сақламаганда ва бу уларнинг йўқолиши ёки яроқсиз ҳолга келишига сабаб бўлганда. Депозитарий ўз ҳисобидан кўрсатилган ҳужжатларни ва қимматли қоғозларнинг ҳисобга олиш рўйхатларини тиклайди;

- депонентларга тегишли қимматли қоғозларга эгалик ҳуқуқи ўз вақтида ва лозим даражада ҳисобга олинмаганда. Депонентга тегишли қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқни ўз вақтида ва лозим даражада ҳисобга олинмаган ҳолда депонентни депозитарий шартномасида белгиланган тартибда унга кўрсатилган хизматлар учун тўловлардан озод қилади;

- унинг ҳаракати ёки ҳаракатсизлиги депонент ўзига тегишли қимматли қоғозлар билан боғлиқ ҳуқуқларини амалга ошира олмаслигига олиб келганда. Депозитарий депонентга зарарни, шу жумладан бой берилган фойдани тўла ҳажмда тўлайди;

- депозитар шартнома шартларини бузганда.

#### *Қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиш тизими*

Қимматли қоғозлар эгалари *реестрини юритиш тизими* – қоғоз кўринишида ва/ёки маълумотларнинг электрон базаси ёрдамида қайд қилинган қимматли қоғозлар эгалари ва номинал сақловчилар идентификациясини таъминловчи, қимматли қоғозлар эгалари реестрини тузиш, шунингдек реестрда рўйхатга олинган шахслардан ахборотларни олиш ва юборишга имкон яратувчи маълумотларнинг мажмуи тушунилади.

Реестр юритиш тизимида қимматли қоғозларнинг эгаси ёки номинал сақловчининг рўйхат рақами унинг депонентлар ягона базасида рўйхатга олинган шахс коди ҳисобланади.

Акциялар ва корпоратив облигациялар муносабатларида қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиш мажбурий ҳисобланади.

Қимматли қоғозлар эгалари реестри рўйхатдан ўтказилган қимматли қоғозлар эгаларининг белгиланган санада шаклланган рўйхати бўлиб, уларга қарашли эгаси ёзилган қимматли қоғозларнинг миқдори, номинал қиймати ва тоифаси ушбу рўйхатда кўрсатилади.

Қимматли қоғозларнинг эгалари реестрини шакллантириш марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажарувчи Марказий депозитарий томонидан Марказий депозитарий ва депозитарийлар-номинал сақловчилар депонентлари депо ҳисобварақларининг белгиланган санадаги ҳолати тўғрисидаги маълумотларни тўплаш ва қайта ишлаш йўли билан амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиши мажбурий ҳисобланган эмитент Марказий депозитарий билан реестр юритиш бўйича шартнома тузишга ва Марказий депозитарий билан бевосита, ёки трансфер-агент орқали қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда ҳамкорлик юритишни таъминлашга мажбур.

#### *Марказий рўйхатга олувчи*

Марказий депозитарий марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажаришда қуйидагиларга ҳақли:

- қимматли қоғозларнинг номинал сақловчиларидан қимматли қоғозлар эгалари реестрини шакллантириш учун зарур маълумотларни сўраш ва олиш;

- эгалари Марказий депозитарийнинг мижозлари ҳисобланадиган қимматли қоғозлар бўйича битимларни рўйхатга олиш;

- эмитент билан қимматли қоғозлар эгалари ва номинал сақловчиларни эмитент умумий йиғилишининг чақирилиши ёки унинг қимматли қоғозлари бўйича даромад тўлови муносабати билан хабардор қилиш бўйича шартнома тузиш.

Марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажариш вақтида Марказий депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ҳуқуқларга ҳам эга бўлиши мумкин.

Марказий депозитарий марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажаришда қуйидагиларга мажбур:

- қимматли қоғозлар эгалари реестрини шакллантиришни таъминлаш;

- маълум санада шакллантирилган қимматли қоғозлар эгалари реестрларини сақлаш;

- қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиш тизимига тааллуқли ахборотни ушбу қонунга мувофиқ тақдим этиш;

- реестр юритиш тизимига тааллуқли ахборотнинг махфийлигини таъминлаш.

Марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажариш вақтида Марказий депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа мажбуриятларни ҳам киритиши мумкин.

Марказий рўйхатга олувчи номинал сақловчи томонидан тақдим этилган қимматли қоғозлар эгалари реестрини шакллантириш учун зарур маълумотларнинг ишончлилиги учун жавобгар эмас.

#### *Қимматли қоғозларни номинал сақловчи*

Қимматли қоғозларни *номинал сақловчи* – қимматли қоғозларнинг эгаси бўлмагани ҳолда, бошқа шахснинг (қимматли қоғозлар эгаси ёки вакил қилинган шахснинг) топшириғига мувофиқ қимматли қоғозларни сақлаш, ҳисобга олиш ва уларга бўлган ҳуқуқларни тасдиқлашни амалга оширувчи реестр юритиш тизимида рўйхатга олинган депозитарий.

Қимматли қоғозларни номинал сақловчи мижозларининг қимматли қоғозлари унинг кредиторлари фойдасига ундириб олиниши мумкин эмас.

Номинал сақловчи марказий регистраторнинг талабига биноан ўзи номинал сақловчи ҳисобланган қимматли қоғозлар эгалари тўғрисидаги қимматли қоғозлар эгалари реестрини шакллантириш учун зарур маълумотларни белгиланган санага қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тақдим этишга мажбур.



Номинал сакловчи ўзида ҳисоби юритилаётган қимматли қоғозлар ва уларнинг эмитентлари реквизитларига марказий регистратордан олинган маълумотлар асосида ўзгартиришлар киритади.

Номинал сакловчи реестр юритиш тизимига тааллуқли ахборотларнинг ишончилиги, тўлалиги ва ўз вақтида марказий регистраторга тақдим этилиши юзасидан жавобгарликка эга.

*Қимматли қоғозлар бозорига оид қонун ҳужжатларини бузганлик учун жавобгарлик*

Қимматли қоғозлар бозорига оид қонун ҳужжатларининг бузилишида айбдор шахслар белгиланган тартибда жавобгар бўладилар.

*Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари эмитентлар билан ишлаган чоғидаги жавобгарлиги*

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари қонунчиликка мувофиқ инвесторлар олдида уларга етказилган зарар учун қуйидаги ҳолатлар бўйича мулкӣ жавобгар:

- инвесторлар талабига асосан қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонунчиликда белгиланган маълумотларни тақдим қилмаслик ёки нотўғри маълумотлар тақдим қилиш;

- қимматли қоғозлар эмиссиясининг белгиланган тартибини бузиш;

- қимматли қоғозларнинг инсофсиз рекламасини амалга оширганлик, қимматли қоғозларнинг қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда рўйхатдан ўтказилмаган чиқарилишининг рекламаси, шунингдек муомалада бўлиши қонун билан тақиқланган қимматли қоғозларнинг рекламаси учун;

- инвесторлар билан уларнинг қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳуқуқларини чеклайдиган, эмитентлар ва қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг жавобгарлигини чеклайдиган шартномаларни тузиш;

- аниқланган ҳийла-найранг ишлатиш фактлари ва қимматли қоғозлар бозоридаги бошқа қоидабузарликлар, шунингдек қимматли қоғозлар, қимматли қоғозларнинг эмитентлари, қимматли қоғозларга доир нархлар тўғрисида, шу жумладан рекламада қасддан бузиб кўрсатилган ахборотни тақдим этиш йўли билан инвесторларни қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотишга даъват қилганлик учун;

- инвесторлар билан тузилган шартномалар шартларини бажармаганлик ёки лозим даражада бажармаганлик, шунингдек инвестор билан тузилган шартномада қайд этилганидан фарқ қиладиган шартларда битим тузганлик учун.

#### ***Саволлар***

1. Инвестиция институтлари қимлар?
2. Инвестиция институтларининг қайси фаолият турларини биласиз?
3. Инвестиция институтлари молия бозорида қандай аҳамиятга эга?

#### ***Топишириқлар***

1. Инвестиция институтларининг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг (жаҳон ва Ўзбекистон амалиёти бўйича).

2. Ўзбекистонда инвестиция институтларининг фаолият механизмини ўрганинг.

3. Терминлар луғатини тузинг.

#### **6.4. Молия бозорларида давлат молия институтларининг фаолияти ва роли**

Умуман олганда, давлат молия бюджет ташкилотлари – бу молиянинг алоҳида фаолият соҳаси бўлиб, молия бозори орқали давлатнинг молиясини бошқариш негизида иқтисодий сиёсатни

(монетар ва фискал) мамлакат иқтисодиёти манфаати йўлида амалга оширувчи молиявий институтлар ҳисобланади. Бундай институтларга Молия вазирлиги, Давлат Ғазнаси, Марказий банк, маҳаллий ҳокимият органлари, молия (ёки қимматли қоғозлар) бозорини тартиблаштирувчи ваколатли давлат органи (баъзи мамлакатларда бу орган молия бозори макрорегулятори (мегарегулятори) мақомига эга) киради. Уларнинг ҳар бири ўзига мос сиёсатни амалга ошириш мақсадида молия бозорида фаолият юритади (1.1 параграфга қаралсин).

Давлат молия институтлари фаолиятининг мақсади, вазифалари, функцияси, фаолият механизми, ҳосса ва хусусиятлари эвазига молия бозори таркибида алоҳида сегмент – давлат капитали ва хизматлари бозори фаолият юритади ва ривожланади. Бунда улар кредит-пул, бюджет-солиқ, инвестиция, эмиссия сиёсатларини юритувчи, демак давлатнинг молиявий инструментлари ва ресурслари билан боғлиқ операциялар институтлари ва давлат регулятори, давлатнинг молиявий ресурслари ва инструментлари аккумулятори ва мос равишда йирик инвестициялар манбаи, институционал инвестор, профессионал эмитент ва воситачи сифатида намоён бўлади.

Кўриниб турибдики, давлатнинг бундай молия институтлари банклар, суғурта компаниялари ва инвестиция институтлари билан бирга молия бозорининг профессионал, ўта зарур, фойдали ва энг салмоқли на фақат қатнашчиларидан, балки регулятори ҳисобланади.

Бу эса молия бозорининг рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий ҳавфсизлик даражасини кўтаришга, бошқа ҳар қандай қатнашчилари фаолиятининг кафолати сифатида, самарали инвестицион ҳажмини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, давлатнинг ваколатли молия институтлари умуман иқтисодиётда, хусусан молия бозорида қуйидаги ролларни бажаради:

- монетар (кредит-пул) ва бюджет-солиқ (фискал) сиёсатларини мамлакатнинг иқтисодий ва ижтимоий ўсиши йўлида уйғунликда таъминловчи регулятив институтлар;

- давлат эҳтиёжлари ва иқтисодиёт субъектлари учун пул, валюта, кредит, бошқа молиявий инструментлар ва ресурслар билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал тарзда фаолият юритувчи институтлар;

- молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори, йирик инвестициялар манбаи;

- институционал инвестор (белгиланган тартибда);

- пул (фақат Марказий банк) ва давлат қимматли қоғозлари эмитенти (белгиланган тартибда);

- ваколатли давлат компаниялари (масалан, Марказий депозитарийси, бюджетдан ташқари фондлари ва ҳ.к. компаниялари) ва ташкилотлари (Давлат мулки Қўмитаси, Давлат солиқ ва божхона Қўмиталари, ташқи иқтисодий фаолият вазирлиги ва ҳ.к.) орқали молия бозорига регулятив таъсир қилувчи ва профессионал хизмат кўрсатувчи институт ва ҳ.к.

Молия бозорида давлат ўзининг қимматли қоғозлари эмитенти ва зарур объектларни молиялаштирувчи сифатида қуйидаги мақсадларни кўзлайди:

- жорий бюджет дефицитини (камамадини) молиялаштириш;

- аввал чиқарилган қарз мажбуриятларини сўндириш;

- давлат бюджетининг касса ижросини таъминлаш;

- солиқ тўловларининг нотекис тушумини текислаш;

- тижорат банкларини ликвид резерв активлар билан таъминлаш;

- давлат ва маҳаллий ҳокимият органлари томонидан амалга оширилаётган мақсадли лойиҳа дастурларини молиялаштириш;

- ижтимоий аҳамиятга эга ташкилот ва муассасаларни қўллаб-қувватлаш ва ҳ.к.

Айтиш жўизки, пул эмиссияси ҳам давлат сиёсатининг инструменти (солиққа тортиш даражаси ва давлат харидлари сингари) ҳисобланади. Ушбу функцияни Марказий банк амалга

оширади. Бунда у куйидаги регулятив инструментларда фойдаланади: очик молия бозорларидаги операциялар, банклар учун мажбурий резерв миқдорини белгилаш, қайта молиялаштириш ставкасини ўрнатиш.

Умуман олганда, давлат ўз ҳаражатларини молия бозори орқали куйидаги уч усул билан молиялаштириши мумкин: солиқ тушумларини ошириш, аҳолидан қарз маблағларини жалб қилиш, кўшимча пул чиқариш (инфляция ҳавфини ҳисобга олган ҳолда).

#### ***Саволлар***

1. Давлат молия институтларининг молия бозоридаги қандай фаолият турларини биласиз?
2. Давлат молия институтларининг молия бозоридаги роли нимадан иборат?

#### ***Топишириқлар***

1. Ўзбекистон давлат молия институтларининг миллий молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **6.5. Молия бозорларида халқаро молия институтларининг фаолияти ва роли**

Умуман олганда, халқаро молия ташкилотлари – бу жаҳон молияси-нинг интеграллашган фаолият соҳаси бўлиб, жаҳон ва миллий молия бозорлари орқали иқтисодий, молиявий, савдо, ижтимоий жабҳаларда жаҳон гло-баллашуви йўлида амалга оширувчи молиявий институтлар ҳисобланади. Бундай институтларга Бирлашган миллатлар ташкилоти (БМТ) ҳузуридаги Жаҳон банки, Халқаро молия корпорацияси, Умумжаҳон савдо ташкилоти, Халқаро валюта фонди киради. Шулар қаторида бошқалари ҳам мавжуд: Европа банки, Осиё банки, Халқаро ҳисоб-китоблар банки (BIS), Иқтисодий ҳамкорлик ва ривожланиш ташкилоти (ИХРТ), IOSCO ва ҳ.к. Халқаро даражадаги трансмиллий корпорациялар, холдинглар, молия-саноат гуруҳлари ҳозирда санаб ўтилган ташкилотлар билан бирга жаҳон молия бозорининг асосий қатнашчиларидан ҳисобланади. Уларнинг ҳар бири ўзига мос фаолиятни амалга ошириш мақсадида молия бозорларида фаолият юритади (1.1 параграфга ва X-чи бобга қаралсин).

Халқаро молия институтлари фаолиятининг мақсади, вазифалари, функцияси, фаолият механизми, ҳосса ва хусусиятлари эвазига молия бозорлари таркибида алоҳида сегмент – халқаро капитали ва хизматлари бозори фаолият юритади ва ривожланади. Бунда улар давлатларнинг кредит-пул, бюджет-солиқ, инвестиция, эмиссия сиёсатларини юритилишида, демак давлат ва ўзларининг ҳамда бошқа субъектларнинг молиявий инструментлари ва ресурслари билан боғлиқ операциялар институтлари ва маълум маънода халқаро регулятор, халқаро молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори ва мос равишда йирик инвестициялар манбаи, институционал инвестор, профессионал эмитент ва воситачи сифатида намоён бўлади.

Кўриниб турибдики, халқаро молия институтлари давлатлар (улар билан ишлайдиганлари) ва улардаги банклар, суғурта компаниялари ва инвестиция институтлари билан бирга молия бозорларининг профессионал, ўта зарур, фойдали ва энг салмоқли на фақат қатнашчиларидан, балки маълум даражада (халқаро битишувлар асосидаги ваколатлари доирасида) улар учун халқаро регулятор ҳисобланади.

Айтилган операциялар негизида халқаро молия институтлари ўзаро боғлиқликда жаҳон молия бозори инфратузилмасини ҳосил қилиб, БМТ ва улар билан тузилган халқаро шартномалар (битишувлар) доирасида молия бозорлари орқали миллий иқтисодиётда давлат ва нодавлат ташкилотлар томонидан халқаро манфаатларга мос равишда сиёсатларни юритишга олиб келади. Бу эса молия бозорларининг рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий ҳавфсизлик

даражасини кўтаришга, самарали инвестицион ҳажмини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, халқаро молия институтлари умуман жаҳон иқтисодиётида, хусусан молия бозорларида қуйидаги ролларни бажаради:

- жаҳонда глобаллашув жараёнлари ривожланишини таъминловчи ва давлатларнинг бозорларига ташқи омил сифатида таъсир кўрсатувчи институтлар;

- жаҳон молия бозори қатнашчилари сифатида валюта, кредит, бошқа молиявий инструментлар ва ресурслар билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал тарзда фаолият юритувчи институтлар;

- давлатлар томонидан мамлакатда монетар (кредит-пул) ва бюджет-солиқ (фискал) сиёсатларини халқаро глобаллашув қонуниятларига мос иқтисодий ва ижтимоий ўсиши йўлида уйғунликда таъминлашга ёрдам берувчи институтлар;

- халқаро миқёсда регулятив нормаларни белгиловчи институтлар;

- халқаро даражадаги молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори, йирик халқаро инвестициялар манбаи;

- халқаро даражадаги институционал инвестор;

- халқаро қимматли қоғозлар эмитенти.

Ҳозирда бундай ташкилотлар индустриал ва ривожланаётган мамлакатлар молия бозорларида актив фаолият юритиб жаҳон иқтисодиётида катта роль ўнаб келмоқда (X-чи бобга қаралсин). Айниқса молиявий глобаллашув жараёнларини ривож топишида ва уларни умумжаҳон регулятив базисини шакллантиришда бундай ташкилотлар муҳим аҳамият касб этмоқда. Бу борада, масалан, Иқтисодий ҳамкорлик ва ривожланиш ташкилотининг (ИХРТ) қимматли бозорлари фаолиятини стандартлаш-тиришга оид халқаро ўттизлик гуруҳи тавсияларини (2003 йилдан бошлаб уларнинг сони 1985 йилдаги 9-тадан 20-тага етган) келтириш жоиз. Бу тавсиялар (қуйидаги жадвалларга қаралсин) асосан халқаро ҳисоб-китобларни, савдо операциялари ва депозитар ҳисобларни самарадорлигини оширишга ва кўпроқ стандартлаштиришга, рисклар даражасини пасайтиришга йўналтирилган бўлиб ҳар бир мамлакатда марказий депозитарийни бўлишини кўзда тутди.

№	Тўққизта тавсия, 1985 йил
1a	Бозорнинг бевосита қатнашчилари (фонд биржасидаги брокерлар ва дилерлар) ўртасидаги битишувларни солиштириб текшириш T+1 кунига амалга оширилиши зарур
1d	Битишувларнинг солиштирилиб бажарилган деталлари ҳисоб-китоблар тизими билан боғланган бўлиши лозим
2	Бозорнинг билвосита қатнашчилари (институционал инвесторлар ва битишувларнинг бошқа қатнашчилари) битишувлар деталлари бўйича тасдиққа T+1 кунига эришиши лозим
3a	Ҳар бир мамлакат ривожланган ва самарали фаолият юритувчи ягона Марказий депозитарийсига эга бўлиши шарт.
3b	Депозитар инструментлар турининг сони иложи борича кенг бўлиши лозим
3c	Молиявий инструментлар максимал даражада дематериаллаштирилган бўлиши

	мақсадга мувофиқ
3d	Агар бир бозорда бир нечта ҳисоб-китоб-клиринг депозитарийлари бўлса, унда уларнинг фаолияти ва меъёрлари ўзаро мослаштирилган бўлиши лозим. Бундан мақсад – ҳисоб-китоблардаги рискларни пасайтириш ҳамда маблағлар ва ўзаро кафолатларни самарали ишлатилишига эришиш.
4	Ҳар бир мамлакатга ҳисоб-китоблар бўйича рискни пасайтиришни реал вақтдаги брутто ҳисоб-китоблар тизимини ёки Ламфалусси <sup>38</sup> тавсияларига мос келувчи битишувлар бўйича ўзаро ҳисоб-китоблар тизимини жорий ыилиш йўли тавсия этилади.
5	“Тўлов бўйича етказиш” тамойили қимматли қоғозлар билан боғлиқ битишувлар бўйича ҳисоб-китоблар усули сифатида қўлланилиши лозим. Ушбу тамойил қуйидагича белгиланади: бир вақтнинг ўзида, охиригача, қайтарилиб олинмайдиган ва тезкор йўл билан қимматли қоғозларни бир кун ичида пулга узлуксиз асосда алмаштириш.
6	Қимматли қоғозлар билан боғлиқ битишувларни бажаришдаги пул тўловлари барча молиявий инструментлар бўйича бир ҳилда ва бозорлар бўйича “ўша кун ичидаёқ” маблағларни кўчириш тўғрисидаги келишув асосида амалга оширилиши лозим.
7a	“Кунлик бажарилиш тизими” барча бозорларда қабул қилиниши лозим.
7b	Битишувларни натижавий бажарилиши Т+3 кундан кечикмасдан содир этилиши лозим.
8a	Қимматли қоғозлар бўйича битишувларга оид ҳисоб-китобларни тезлаштирувчи усул сифатида қимматли қоғозларни қарзга беришни қўллаб-қувватлаш лозим.
8b	Ушбу амалиётни чекловчи қонуний ва фискал тўсиқларни олиб ташлаш лозим.
9a	Қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар бўйича ҳужжат алмашинуви учун стандартлаштириш бўйича Халқаро ташкилот стандартлари (ISO 7775) қабул қилиниши лозим.
9b	Мамлакатлар ISO 6166 стандартига мос равишда қимматли қоғозларни нумерациялашнинг ISIN тизимини қўллаши лозим.

Манба: Хоруджий Сергей, <http://www.horuz.narod.ru/fr/N2R2000.htm>.

№	20-та тавсия, 2003 йил.
	Ўзаро мос операциялар глобал тармогини тузиш.
1.	Автоматлаштирилган коммуникацияларни жорий қилиш асосида қоғозли ҳужжатлар алмашинувини йўқ қилиш.
2.	Маълумотлар стандартлари ва протоколларини гармонизациялаштириш.

<sup>38</sup> Ўнта давлат гуруҳи марказий банкларнинг банклараро неттинг схемалари бўйича Қўмита ҳисоботи (Lamfalussy ҳисоботи), 1990, (Bank for International Settlements - BIS)

3.	Информацияни очиб беришнинг тавсия этилаётган стандартларини ишлаш чиқиш ва жорий қилиш.
4.	Турли ҳисоб-китоб депозитар тизимлар ва улар билан боғлиқ тўлов ва дилинг тизимлари ўртасидаги вақт оралиқларини синхронлаштириш.
5.	Институционал инвесторлар битишувлари бўйича солиштириб текширишни автоматлаштириш ва стандартлаштириш.
6.	Марказий ҳисоб-китоблар ташкилотларидан фойдаланишни кенгайтириш.
7.	Ҳисоб-китобларни тезлаштириш учун қимматли қоғозлар бўйича қарз ва гаровга беришни руҳсат этиш.
8.	Активлар бўйича хизмат кўрсатиш жараёнларини автоматлаштириш ва стандартлаштириш. Бу ўз ичига қуйидагиларни олади: корпоративные ҳаракатлар, солиқ имтиёзларидан фойдаланиш, норезидентлар томонидан қимматли қоғозларга эгалик қилишни чеклаш.
	<i>Рискларни юмшатиш.</i>
9.	Клиринг ва ҳисоб-китобларни амалга оширувчи ташкилотларнинг молиявий барқарорлигини таъминлаш.
10.	Ҳисоб-китоб ва депозитар ташкилотлар миждозларининг рискларини бошқарилишини кучайтириш.
11.	Активларни бир вақтнинг ўзида ва натижавий кўчиришни ҳамда уларга осон эга бўлишни таъминлаш.
12.	Форс-мажор ҳолатларда фаолиятни самарали режалаштириш ва амалга оширилишини таъминлаш.
13.	Тизимли аҳамиятга эга бўлган ташкилотларда мумкин бўлган носозликларни мавжуд эканлигига эътибор бериш лозим.
14.	Контрактларни мажбурий бажариш эҳтимолини баҳолашни кучайтириш.
15.	Қимматли қоғозларга бевосита (тўғри) ва билвосита эгалик бўйича қонуний аниқликни ошириш.
16.	Натижавий неттинг тартибини ва битишувни ниҳоясига етказмаслик чоғида вужудга келувчи зарарни баҳолашнинг ривожланган тизимини тан олиш ва қўллаб-қувватлаш.
	<i>Бошқарилиш даражасини ошириш</i>
17.	Клиринг ва депозитарий ташкилотлари раҳбарлари томонидан тегишли малака ва тажрибага эга бўлган шахсларни тайинланилишини таъминлаш.
18.	Клиринг ва ҳисоб-китоб тармоқларига эркин киришни таъминлаш.
19.	Ҳисоб-китоб ва депозитар ташкилотлар муассислари манфаатларига нисбатан мажбурий ва самарали диққат-эътиборни таъминлаш.
20.	Ҳисоб-китоб ва депозитар операцияларни амалга оширувчи ташкилотларни мунтазам мувофиқлаштириш ва назорат қилинилишини рағбатлантириш.

Жадваллардан кўришиб турибдики, бу тавсиялар молия бозорлари сифати ва самарадолигини оширишга қаратилган.

Умуман олганда, барча халқаро молия институтларининг фаолият матлаби миллий молия тизимларини барқарорлаштириш ва глобаллашув сари ривожлантиришга қаратилган.

### ***Саволлар***

1. Халқаро молия институтлари молия бозорларида қандай фаолиятлар юритади?
2. Халқаро молия институтларининг молия бозоридаги роли нимадан иборат?
3. Халқаро ўттизлик гуруҳининг 20 тавсияси нимага керак?
4. Қандай йирик халқаро молия институтларини биласиз?

#### **Топшириқлар**

1. Асосий халқаро молия институтларининг инвестицион фаолиятини таҳлил қилинг.
2. Халқаро молия институтларининг регулятив фаолиятини тавсифланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

## **VII-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ САВДО ТИЗИМЛАРИ, УЛАРНИНГ ФАОЛИЯТИ ВА РОЛИ**

### **7.1. Молия бозорларининг савдо тизимлари ва уларнинг**

#### **иқтисодиётдаги роли**

Молия бозорида молиявий инструментлар савдосини ташкиллаш-тирувчи ва савдо жараёнларини таъминлашга хизмат кўрсатувчи институтлар унинг савдо тизими тузилмасини ташкил қилади.

Ҳозирда молия бозори савдо тизимлари – молиявий инструментлар-нинг (пул, кредитлар, валюта, қимматли қоғозлар) бозор муомаласи жараёнларини ташкиллаштирувчи шакллар, усуллар ва нормалар (тегишли тартиб-қоидалар, қонуний-меъёрий ҳужжатлар), традициялар (жумладан этик нормалар), тамойиллар ҳамда ушбу жараёнларни нормал кечишига хизмат кўрсатувчи профессионал қатнашчилар мажмуасидан иборат мураккаб савдо индустрия сифатида ташкиллашган бозор механизми.

Бошқача қилиб айтганда, савдо тизими – бу битишув тўғрисида шартнома тузишни, тузилган шартнома параметрларини текшириш, клирингни (ҳисоб-китобни) амалга ошириш, битишув талабларини охиригача ижро қилиш (тўловни амалга ошириш ва қимматли қоғозларни янги эгасига бериш) имкониятларини берувчи техник, технологик ва ташкилий воситалар мажмуасидан иборат мураккаб савдо индустрия сифатида ташкиллашган бозор механизми.

Савдо тизимларида молия бозорининг товари (I-чи ва II-чи бобларга қаралсин) бўлган турли молиявий инструментлар бозор муомаласи жараёнларида бўлади. Бу жараёнларда молия бозорининг барча қатнашчилари иштирок этади (V-чи ва VI-чи бобларга қаралсин).

Молия бозорининг савдо тизимларини молиявий инструментлар тури бўйича қуйидагича ажратиш мумкин:

- қимматли қоғозлар савдоси тизимлари;
- пул воситалари (масалан, пластик карточкаларнинг турли хиллари) ва валюта (ҳорижий ЭКВ) савдоси тизимлари;
- кредитлар савдоси тизимлари;
- суғурта инструментлари (полислари) савдоси тизимлари;
- молиявий (валюта) қийматга эга бўлган антиквариат ва ювелир буюмлари, қимматбаҳо металл ва тошлар ҳамда ноёб (камёб) элементлар (радиактив) савдоси тизимлари.

Пул воситлари савдоси банклар томонидан амалга оширилади. Бунда банкларнинг маҳсулотлари савдо марказлари (уйлари) ҳам бўлиши мумкин.

Валюталар савдоси тизими мисолида *FOREX* халқаро электрон тизимини ва валюта алмаштириш шаҳобчалари мажмуасини келтириш мумкин.

Кредит ресурслари банклараро кредит бозорларида савдо қилинади, банклар ва кредит ташкилотларида (иттифоқларида) олди-бердиси амалга оширилади.

Суғурта полислари суғурта компаниялари томонидан андеррайтерлар ва агентлар ёрдамида сотилади.

Валюта қийматига эга бўлган антиквариат ва ювелир буюмлари махсус аукционларда савдо қилинади. Бунда ломбардлар ҳам иштирок этади.

Қимматбаҳо металл ва тошлар ҳамда ноёб элементлар махсус аукционларда савдо қилинади.

Молия бозорининг энг катта савдо тизимларидан қимматли қоғозлар (фонд) биржалари ва биржадан ташқари электрон савдо тизимлари ҳисобланади. Булардан ташқари қимматли қоғозлар бозорида махсус фонд дўконлари, Интернет-брокер (Интернет-трейдер) тармоқлари, “чакана кўча” ва ёки андеррайтерлик (чакана савдо) тармоқлари мавжуд.

Айтиш жоизки, жаҳон савдо амалиётида 50-дан зиёд турли хил электрон савдо тизимлари мавжуд бўлиб, уларнинг ярмиси фьючерслар савдосига хизмат қилади.

Ҳозирда қимматли қоғозлар савдо тизимлари турли базисли (валютали, товар-ҳом ашёли, индексларли, фоиз ставкаларили, қимматли қоғозларли ва ҳ.к.) қимматли қоғозлар муомаласини ташкиллаштиради. Бу эса қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини бошқа савдо тизимлар қараганда анча кенглиги ва салмоқчилигидан далолат беради, демак уларнинг иқтисодиётдаги ва молия бозоридаги роли катталигини билдиради.

Қимматли қоғозлар бозорида ва унинг савдо тизимларида турли битимлар тузилади (қўшимча тарзда 1.5 параграфга қаралсин). Бундай битимлар доирасида турли операциялар бажарилади.

Инвесторлар томонидан сотиб олинган қимматли қоғозлар биржа бозорлари ва биржадан ташқари бозорларда қайта сотилиши мумкин. Инвесторлар қимматли қоғозларга доир битимларни қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари орқали ҳам, мустақил ҳолда ҳам амалга оширишлари мумкин.

Эгаси ёзилган шунингдек, юридик шахслар иштирокида тузиладиган эгаси ёзилмаган қимматли қоғозларга доир битимлар томонларнинг ўз хоҳиш-иродаларини изҳор этганликларини қайд этиш имконини берадиган ҳужжат шаклида амалга оширилади.

Хусусийлаштириш жараёнида акцияларга оид битимлар биржадан ташқари бозорда мустақил суратда, инвестиция воситачилари иштирокисиз ҳукумат белгилайдиган тартибда амалга оширилиши мумкин.

Қимматли қоғозларга доир бошқа битимлар қонунчиликда белгиланган тартибда амалга оширилади.

Ўзбекистон Республикаси ҳудудида қимматли қоғозлар юзасидан тузиладиган битимларни тартибга солиш биржалардаги ва биржалардан ташқаридаги олди-сотди битимларига, шунингдек қимматли қоғозларни ҳада этиш, мерос қилиб олишга, устав фондига киритишга ҳамда уларнинг эгасини ўзгаришига олиб келадиган бошқа ҳаракатларни амалга оширишга нисбатан қўлланилади.

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари битимларни фақат қонун ҳужжатларида белгилаб қўйилган шаклдаги топшириқ, воситачилик шартномалари ёки қонунчиликда белгиланган бошқа шартномалар асосида уларда кўрсатилган барча зарур шартларга аниқ риоя қилган ҳолда мижозлар ҳисобидан амалга оширишлари мумкин.

Мижоз ёки унинг топшириқ шартномаси бўйича ишончли вакили шартнома бажарилгунча бир ёқлама тартибда унинг амал қилишини тўхтатиш ҳуқуқига эга.

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг қимматли қоғозлар бозорида операцияларни амалга оширишларига улар тегишли лицензияга эга бўлсалар руҳсат этилади.

Қимматли қоғозлар бозорида амалга ошириладиган ва уларнинг нархи, эгаси, даромад келтириш даражаси ўзгариши, шунингдек қимматли қоғозлар юзасидан қилинадиган ўзаро ҳисоб-китоблар билан боғлиқ ҳар бир битим қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда рўйхатдан ўтказилиши лозим.



Фонд биржалари, фонд бўлимини ташкил қилган бошқа биржалар ва қимматли қоғозлар билан биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси савдоларида тузилган қимматли қоғозлар бўйича битимлар улар томонидан тасдиқланган ва қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган қоидаларга асосан рўйхатга олинади.

Юридик шахслар иштирокида эгаси ёзилган қимматли қоғозлар бўйича тузилган битимлар, шунингдек эгаси ёзилмаган қимматли қоғозлар бўйича тузилган битимлар рўйхатдан ўтказилиши керак.

Ташкилий йўсинда йўлга қўйилган бозорда олди-сотди битимлари тузиш чоғида битим тузиш ва унга оид ҳисоб-китоблар санаси ўртасидаги вақт қимматли қоғозлар бўйича савдолар ташкилотчиси қоидалари, бошқа ҳолларда эса олди-сотди шартномалари асосида белгиланади. Белгиланган муддатлар бузилган тақдирда битим ҳақиқий эмас деб ҳисобланади ва етказилган зарар учун битимнинг айбдор томони, агарда унинг айбдор эканлиги аниқланса, жавобгарлигига сабаб бўлади.

**Қимматли қоғозлар бозорида савдоларни ташкил этиш маълум тартиб ва хусусиятларга эга.**

Қимматли қоғозлар бозорида савдоларни ташкил этиш фонд биржалари, қонун ҳужжатларига мувофиқ фонд бўлимини ташкил қилган бошқа биржалар ҳамда қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдолар ташкилотчилари томонидан тегишли лицензия асосида амалга оширилади.

Акциялар ва корпоратив облигациялар билан шунингдек, уларнинг ҳосилалари юзасидан биржа савдоларини ташкил қилиш фонд биржалари, ҳамда марказлаштирилган тизимда қимматли қоғозларни ягона котировкасини таъминловчи, битимлар юзасидан ҳисоб ва ҳисоботни ягона тартибини таъминловчи фонд бўлимини ташкил қилган бошқа биржалар томонидан амалга оширилади.

Биржа савдоларини марказлаштирилган тизими қонунчиликда белгиланган тартибда фонд биржалари ва фонд бўлимини ташкил қилган бошқа биржалар томонидан ташкил қилинади.

Бошқа турдаги қимматли қоғозлар билан биржа савдоларини ташкил қилиш тартиби қонунчилик билан белгиланади.

Қимматли қоғозлар бозорида (савдо тизимларида) нархлар котировкаси қуйидаги тартибда амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар нархини котировкалаш фонд биржалари томонидан марказлаштирилган тартибда, шунингдек биржадан ташқари бозорда дилерлар томонидан амалга оширилади.

Фонд биржалари қимматли қоғозлар нархини котировкалашни битим нархини, қимматли қоғоз курсини, қимматли қоғоз бўйича талаб ва таклиф нархини қайд қилиш, нархларнинг энг баланд ва энг паст даражаларини аниқлаш орқали амалга оширадилар.

Нархларни эмитентларнинг ўзлари котировкалашига йўл қўйилмайди.

Умуман олганда, қимматли қоғозлар бозорида савдо операциялари тўрт босқичда амалга оширилиши мумкин:

- битишувни (шартномани) тузиш;
- тузилган битишув параметрларини текшириш (солиштириш);
- қимматли қоғозлар бўйича савдони амалга ошириш;
- битишув талабларини охиригача ижро қилиш (тўловни амалга ошириш ва қимматли қоғозларни янги эгасига бериш). Ушбу босқич ҳисоб-китоб тизими томонидан амалга оширилади.

Фонд бозори савдо тизимларида қимматли қоғозларнинг турларига қараб улар бўйича савдо шакллари, усуллари, методлари ва механизмлари маълум даражада фарқланиши мумкин. Шу муносабат билан савдо тизимларини қуйидагича таснифлаш мумкин:

- эмиссияланувчи қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- эмиссияланмайдиган қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- базавий қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- базисли қимматли қоғозлар (деривативлар, яъни ҳосилавий қимматли қоғозлар) савдоси тизими;

Савдо тизимларини қимматли қоғозлар бозори сегментлари бўйича ҳам таснифлаш мумкин:

- бирламчи тарзда илк бор жойлаштириладиган қимматли қоғозлар савдоси тизими (бирламчи бозор савдо тизими);

- иккиламчи бозор (спекулятив) савдо тизими.

Ушбу савдо тизимлари биржавий ва биржадан ташқари бозорларда мужассамлашган.

Юқорида айтилганлардан кўрииб турибдики, савдо тизимлари молия бозорида муҳим роль ўйнайди. Уларнинг бу роли ўзларида молия бозорининг барча қатнашчилари учун молиявий инструментлар бўйича самарали савдо жараёнини ташкиллаштириш, унда етарли ва қулай шарт-шароитлар яратиш ҳамда бу жарёнда объектив бозор нархларни белгилаш билан ифодаланadi.

Савдо тизимлари қуйидаги вазифаларни бажаради:

- ҳар бир савдо қатнашчисига бозордан алоҳида жой ажратиб бериш;
- нарх-навонинг мувозанат ва объектив даражасини арбитраж асосида аниқлаш;
- савдо жараёнида тарафлар томонидан савдо ижросини аниқ, тўлиқ, ўз вақтида ва кафолатли бажарилишини таъминлаш;
- савдоларни очиқлик ва ошкоралик асосида ташкиллаштириш;
- савдо қатнашчилари томонидан этик нормаларга ва кодексига риоя қилинишини таъминлаш.

Савдо тизимларининг функцияси – бу ўзи орқали молиявий ресурсларни самарали ва объектив нархларда иқтисодиёт субъектлари ўртасида тақсимланишини ва қайта тақсимланишини таъминлаш.

Савдо тизимларининг эмитентлар, инвесторлар ва профессионал молия институтлари билан ўзаро боғлиқликда молия бозоридаги ва умуман иқтисодиётдаги роли ва фаолият самараларини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган аналитик маълумотлардан кўриш мумкин.

Айтиш жоизки, молия бозори савдо тизимларининг юқорида айтилган роли асосан улардаги товарлар (яъни молиявий инструментлар) турлари, ҳосса ва хусусиятларига, сифат кўрсаткичларига боғлиқ.

Умуман олганда савдо тизимида маълум бир турдаги ва сифатга эга бўлган, савдога қўйилган товар (жумладан, товарга тузилган стандарт контракт) муомалада бўлади.

Биржа товари – биржа савдоси объекти бўлиб, унинг сифатида турли стандартланган ва сертификатланган товарлар бўлиши мумкин, масалан, қимматли қоғозлар, ҳом-ашёлар, мулк, кредит, валюта ва ҳ.к.

Савдо тизимлари томонидан товарларга маълум талаблар қўйилади: стандартлилик, бир ҳил сифат (сертификатланган), бир товарни бошқа партиядагиси билан алмашувчанлиги, товарнинг миқдор ўлчамлилиги.

Савдо механизми товарнинг объектив (реал) нарҳини (баҳосини, котировкасини) талаб ва таклифга боғлиқ тарзда белгилайди. Товар котировкаси ўзгарувчан бозор конъюнктураси шароитида савдо қатнашчилари учун муҳим ориентир бўлиб ҳизмат қилади, яъни товар ишлаб

чиқарувчининг сифат даражасини ва бозордаги мавқеини акс эттиради, товар ишлаб чиқарувчи ва ҳаридор орасидаги узвий боғлиқликни ўрнатади. Бу жараёнда савдо тизими товар котиловкасини белгилаш (ўрнатиш) орқали ҳаридор, ишлаб чиқарувчи ва воситачига кўмаклашади, уларни ўзаро боғлаб бозор муносабатларини тартиблаштиради.

Умуман олганда, молия бозори савдо тизимлари товарларнинг сифат даражасини бозор савдоси қатнашчилари томонидан савдо жараёнида барқарорлигини таъминланилишини тартиблаштиради.

### ***Саволлар***

1. Молия бозори савдо тизими тушунчаси қандай талқин қилинади?
2. Савдо тизимларининг қандай турларини биласиз?
3. Қандай савдо тизимларида қандай битишувлар тузилади?
4. Савдо тизимларида операцияларнинг қандай босқичлари мавжуд?
5. Савдо тизимлари қайси белгилар бўйича таснифланади?
6. Савдо тизимларининг вазифалари ва функцияси нималардан иборат?
7. Молия бозори савдо тизимларининг садо объектлари бўлиб нималар ташкил этади?
8. Товарларга қандай талаблар қўйилади?
9. Котиловка нима?

### ***Топшириқлар***

1. Жаҳон молия бозори савдо тизимлари ва уларнинг товарлари муомаласи тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар лугатини тузинг.

## **7.2. Биржалар ва уларнинг фаолияти**

### ***Мазмуни ва тушунчалар***

Биржа тушунчаси кенг маънода молия бозори ва савдо тизимларининг мазмуни, вазифалари ва функциясидан келиб чиқиб таърифланади (1.1 ва 7.1 параграфларга қаралсин), яъни *фонд биржаси* – бу:

- мунтазам регламентланган режимда фаолият юритувчи улгуржи бозорнинг алоҳида ташкилий-ҳуқуқий шакли бўлиб, унда товар сифатида биржа экспертизасидан ўтган ва савдога киритилган қимматли қоғозлар ҳисобланади;

- сотувчи ва ҳаридорни бир-бири билан учраштириш йўли орқали қимматли қоғозларни савдосига кўмаклашувчи механизм;

- қимматли қоғозлар савдосини ташкиллаштирувчи ва бунда савдо қатнашчилари учун етарли ва қулай шароитлар яратувчи юридик шахс;

- қимматли қоғозларга бўлган талаб ва таклифга биноан белгиланган тартиб-қоида (давлат қонунлари ҳамда биржа Устави ва ички меъёрий ҳужжатлари), очиқлик ва ошкоралик асосида савдоларни маълум вақтда ўтказадиган жой (савдо майдони);

- қимматли қоғозларнинг бозор курсини (нарҳини) белгиловчи, мунтазам ва очиқ тарзда жорий биржа котиловкаларини эълон қилиб борувчи ташкилот.

Умуман олганда, *фонд биржаси* – юқорида санаб ўтилган ҳоссаларга эга бўлган махсус мақомли юридик шахс.

Демак, *Фонд биржаси* – қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси бўлиб унинг фаолияти предмети фонд бозорининг профес-сионал иштирокчилари учун муайян жойда ва белгиланган вақтда қимматли қоғозлар бўйича савдоларини ташкил қилиш, уларнинг бозор нарҳларини (қимматли қоғозларга бўлган талаблар ва таклифлар ўртасидаги мувозанатни акс эттирувчи нарҳларни) аниқлаш, улар юзасидан мувофиқ маълумотларни тарқатишдан иборат.

*Биржавий фаолият* ўзида биржа ҳоссалари асосида қимматли қоғозларнинг биржа бозорини ташкиллаштиришга йўналтирилган ҳарактлар мажмуасини ифодалайди.

Фонд биржаси фазосини уч зонага ажратиш мумкин:

- биржанинг ўзига (хўжалигига);
- брокерлик идоралари ва биржа аъзолари ваколатхоналарига;
- миждозлар зонасига.

Биржавий фаолият тамойиллари савдо тизимлари тамойилларига мос.

Жаҳон амалиётида биржалар тижорат ва нотижорат ташкилотлар шаклида ташкил этилади.

Биржа савдоларида фақат биржа аъзолари қатнашади.

*Биржа листинги* – бу қимматли қоғозларни биржа бюллетенига киритилиши билан биржа савдосига руҳсат бериш процедураси. Биржа листингини ўтказиш тартиби биржа савдолари тартиби билан белгиланади.

*Биржа аъзолари* – бу биржа томонидан ўрнатилган тартибда биржадан брокерлик жойини олган (ёки сотиб олган) юридик шахслар. Давлат органлари ва уларнинг хизматчилари биржа аъзоси бўла олмайди. Биржа аъзоларининг ҳуқуқ ва мажбуриятлари тегишли қонун ҳужжатлари, биржа Устави ва биржа савдоси тартиблари билан белгиланади.

*Брокерлик жойи (ўрни)* – бу биржа савдолари ва биржа фаолиятида қатнашиш ҳуқуқи. Бу ҳуқуқ одатда биржа аъзоси томонидан сотиб олинади.

*Биржа савдолари* – бу биржа томонидан ўтказиладиган қимматли қоғозлар савдолари. Биржа савдоси марказлашган тарзда барча қатнашчиларга савдода бир вақтнинг ўзида иштирок этиш имкони билан ўтказилади.

*Биржа операцияси* – бу қимматли қоғозлар бўйича биржа воситачилари (брокерлар) ўртасида тузилган стандарт битишув (шартнома).

*Биржа шартномаси* – бу биржа томонидан рўйхатга олинган биржа савдоси натижаси асосидаги нарх ва миқдорда белгиланган қимматли қоғозлар бўйича олди-сотти шартномаси. Биржа шартномалари биржа номидан ва ҳисобидан амалга оширилмайди.

*Биржа шартномалари қатнашчилари* – бу биржа аъзолари. Шарномалар брокерлик ва дилерлик асосида тузилиши мумкин.

*Ҳисоб-клиринг хизмати* – бу биржа ёки махсус клиринг ташкилоти томонидан биржа аъзоларига қимматли қоғозлар билан боғлиқ биржа савдоси жараёнида содир бўладиган ўзаро ҳисоб-китоб операциялари бўйича кўрсатиладиган хизмат.

Биржаларнинг қисқача тарихи ва ривожланиш тенденциялари ҳамда йирик жаҳон биржалар (жумладан “Тошкент” Республика Фонд Биржаси) тўғрисидаги ўқув материалларини мавжуд адабиётлардан талаба мустақил равишда ўрганиши тавсия этилади.

### ***Биржа фаолияти механизми***

Фонд биржаси ўз фаолиятида қонун ҳужжатларига, биржа уставига ҳамда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган биржа савдолари қоидаларига амал қилади.

Фонд биржаси қонунчиликка мувофиқ рўйхатдан ўтказилади ва у қимматли қоғозларга доир биржа фаолияти юритиш учун Давлат мулкани бошқариш бўйича ваколатли давлат органидан лицензия олади. Биржа фаолияти юритиш учун лицензия олмаган ташкилот бундай фаолият юртишга ҳақли эмас. Қонун ҳужжатларига мувофиқ фонд биржаларига қўйилган талабларга жавоб берадиган бошқа биржалар қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органининг ёзма ҳулосаси асосида ўзининг тузилмасида фонд бўлимларини тузишга ҳақли.

Бошқа биржаларда фонд бўлимларини тузишга ва фаолиятига қўйиладиган талаблар қонунчиликда белгиланади.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият олиб бориш ҳуқуқини берувчи рухсатнома (лицензияси) бўлган юридик ва жисмоний шахслар фонд биржаси муассислари бўлишлари мумкин.

Фонд биржаларининг аъзолари биржада брокерлик жойини сотиб олган қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари бўлишлари мумкин. Фонд биржаси аъзоларининг сони биржанинг бошқарув органлари томонидан бошқарилади. Фонд биржасининг аъзолари давлат бошқарув органлари, прокуратура ва суд, уларнинг рахбар ходимлари ёки мутахассислари бўлиши мумкин эмас.

Фонд биржаси аъзоларини савдоларга қўйиш фақатгина уларда қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият олиб бориш учун тегишли лицензияга эга бўлгандан кейин рухсат этилади. Бошқа биржанинг аъзоси қимматли қоғозлар бозорида инвестицион воситачи сифатида фаолият олиб бориш учун лицензияга эга бўлса фонд бўлимлари томонидан ташкил этилган савдоларда иштирок этиш ҳуқуқига эга.

Қимматли қоғозлар билан биржа савдосини амалга ошириш қоидалари биржанинг олий бошқарув органи томонидан қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган ҳолда тасдиқланади.

Қоидаларда қуйидагилар назарда тутилмоғи лозим:

- мазкур биржада қимматли қоғозлар олди-сотдиси принциплари;
- биржа олди-сотдиси қатнашчиларнинг таркиби ҳамда уларга қўйиладиган талаблар мажмуи;
- биржа савдоларининг жойи ва вақти тўғрисида маълумот;
- қимматли қоғозларни биржа олди-сотдисига чиқариш тартиби;
- биржа битимларининг тавсифи;
- мижозлар брокерларга берадиган топшириқ (буйруқ) турлари;
- тузилган битимлар бўйича текширув ва ҳисоб китоб тартиби;
- олди-сотдини ташкил этиш;
- битимларни рўйхатдан ўтказиш ва расмийлаштириш тартиби;
- қимматли қоғозлар муомаласини амалга оширишда фойдаланиладиган шартнома, ҳисобот, буюртма ва хабарномалар ҳамда биржага оид бошқа ҳужжатлар намуналари.

Фонд биржалари ва бошқа биржаларнинг фонд бўлимлари низом, қимматли қоғозлар савдоси бўйича ички қоидалар, қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган устав (фонд бўлимининг низоми) асосида ҳаракат қилади.

Фонд биржаси қуйидаги ҳуқуқларга эга:

- биржа аъзолигига кириш учун зарур бўлган қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиларига қўйилган минимал мажбурий талабларни белгилаш;
- биржа савдоларида аъзолар вакилларига қўйилган квалификациян талабларни белгилаш;
- биржа аъзоларининг мажлисларини чақариш ва ташкиллаштириш;
- эксперт, квалификациян, листинг, назорат, арбитраж комиссиялари, маслаҳат ва маълумот бюроларини ва уларнинг ишлари учун зарур бўлган бошқа муассасаларни таъсис этиш;
- ўз уставига мувофиқ биржа аъзолари тўлайдиган кириш ва жорий бадалларни белгилаб, ундириб олиш битимларни рўйхатга олганлик техник хизмат кўрсатганлик учун, доимий ва бир галги мижозлардан биржада бўлганлик учун ҳақ белгилаб, ундириб олиш, шунингдек биржа уставини, биржа йиғилишлари қоидаларини бузганлик, рўйхатдан ўтказиш йиғимини вақтида тўламаганлик учун жарима ва пенялар ундириб олиш;

- биржа букетлари, маълумотномалари, тўпламларини чоп этиш;
- назорат қилувчи органларнинг қонунга хилоф хатти-ҳаракатлари устидан суд тартибида шикоят қилишга ҳақлидир.

Фонд биржаси фаолиятининг молиявий таъминоти:

- фонд биржаси акциялари ва пайларини сотиш;
- фонд биржасидаги брокерлик ўринларини сотиш;
- фонд биржаси аъзолари мунтазам тўлаб борадиган аъзолик бадаллари;
- биржа битимларини рўйхатдан ўтказишда олинадиган йиғимлар;
- биржа уставда назарда тутилган ахборот хизмати ва бошқа оид хизматлар кўрсатишдан келадиган даромадлар ҳисобидан амалга оширилиши мумкин.

### ***Биржа савдосини ташкиллаштириш***

Фонд биржасида савдолар сессиялар билан ўтказилади. Бу дегани, бир вақтнинг ўзида биржада ҳар қил турдаги қимматли қоғозлар билан савдо ўтказилмайди. Масалан, банклар акциялари учун алоҳида сессия белгиланади, облигациялар бўйича эса бошқа сессия ўтказилади ва х.к.

Савдо бошланишига одатда қимматли қоғозлар курслари маълум бўлиб, уларнинг страт курсини котировка комиссияси эълон қилади. Кейин эса савдо бошланади. Савдо турли усулларда ўтказилиши мумкин, масалан:

- гуруҳли, яъни кун давомида сотиш ва сотиб олиш учун талаблар жамланиб, бир кунда бир ёки икки мартаба биржа савдосига қўйилади;

- узлуксиз, яъни сотиш ва сотиб олишга бўлган талаблар узлуксиз солиштириб борилади, агар улар мос келса, унда савдо сессиянинг исталган вақтида содир этилиши мумкин.

Биржа залида савдо одатда аукцион шаклида амалга оширилади. Талаб ва таклифнинг кичик миқдорида оддий аукцион сотувчи (сотувчи аукциони) ёки сотиб олувчи (ҳаридор аукциони) томонидан ташкиллаштирилади. Оддий аукцион инглиз тури бўйича ташкиллаштирилиши мумкин, агар сотувчилар савдо бошланишига қадар қимматли қоғозларини бошланғич нарҳда сотувга қўйса. Аукцион жараёнида рақобат асосида берилган энг юқори нарҳда сотув амалга оширилади.

Голландча аукционда бошланғич нарҳ етарлича юқори миқдорда қўйилиб, аукцион савдоси жараёнида кетма-кет пасайтирилиб борилади токи, ҳаридорлардан бири таклиф қилинган охириги нарҳга розилик билдирмагунича.

Оддий аукцион турларидан бири, бу сиртқи аукцион ёки яшириш аукцион ҳисобланади. Бунда ҳаридорлар бир вақтнинг ўзида ўз талабларини таклиф қиладилар. Натижада қимматли қоғозни аукционда ким энг юқори нарҳини таклиф қилса, ўша сотиб олади. Бундай аукционда Молия вазирлиги қисқа муддатли облигацияларини жойлаштиради. Оддий аукционда сотувчи ёки ҳаридор рақобати назарда тутилади.

Кўш аукционда сотувчи ва ҳаридор ўртасидаги бир вақтдаги рақобат назарда тутилади. Аукционнинг бу шакли фонд биржаси савдоси табиатига тўлиқ мос келади. Кўш аукционнинг икки тури маълум:

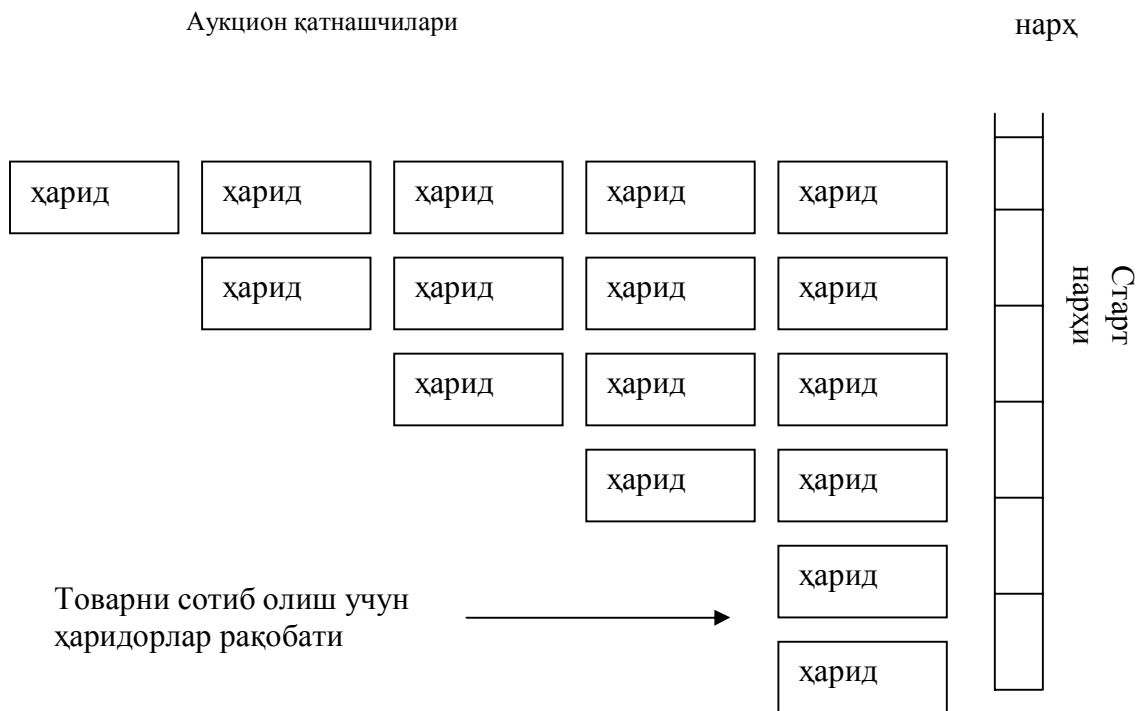
- онколь аукцион, бу тури биржа бозори етарлича ликвид бўлмаганида содир бўлади. Бунда сотувчи ва ҳаридор талаблари дастлабки тарзда маълум ҳажмгача жамланиб борилади, кейин эса бараварига ижро этиш учун биржанинг савдо залига қўйилади;

- узлуксиз аукцион ликвид биржа бозори шароитларида қўлланилади.

Аукцион қичқириқлар шаклида амалга оширилиши мумкин. Бундай шакл электрон табло ёки грифель тахтача ва компьютерлар ёрдамида амалга оширилади.

Оддий аукцион механизми 7.2.1-чи расмда келтирилган.

Оддий аукцион бозорлари ҳар доим ҳам самарали бўлмайди. Масалан, оддий аукцион доирасида асосан савдога биринчи бўлиб товарини қўйган сотувчи қулай ҳолатда бўлади, чунки биринчи харидорлар бу товарга юқори нарх беришга рози бўладилар. Аукциондан катнашчилар чиқиб кетишига қараб, нарх пасайиб боради, натижада ҳар бир кейинги сотувчи (ўзининг товарини сотиши ҳуқуқидаги навбати ила) ундан олдинги сотувчига нисбатан ёмонроқ шароитда бўлади. Шунинг учун бир хил товар сотувчилар қанча кўп бўлса, оддий аукцион ўтказишга асос қамайиб боради. Натижада ривожланган мамлакатларда оддий аукционлар кенг тарқалмаган.



Аукцион ўтказиш жойи

Қўш аукцион механизми 7.2.2-чи расм

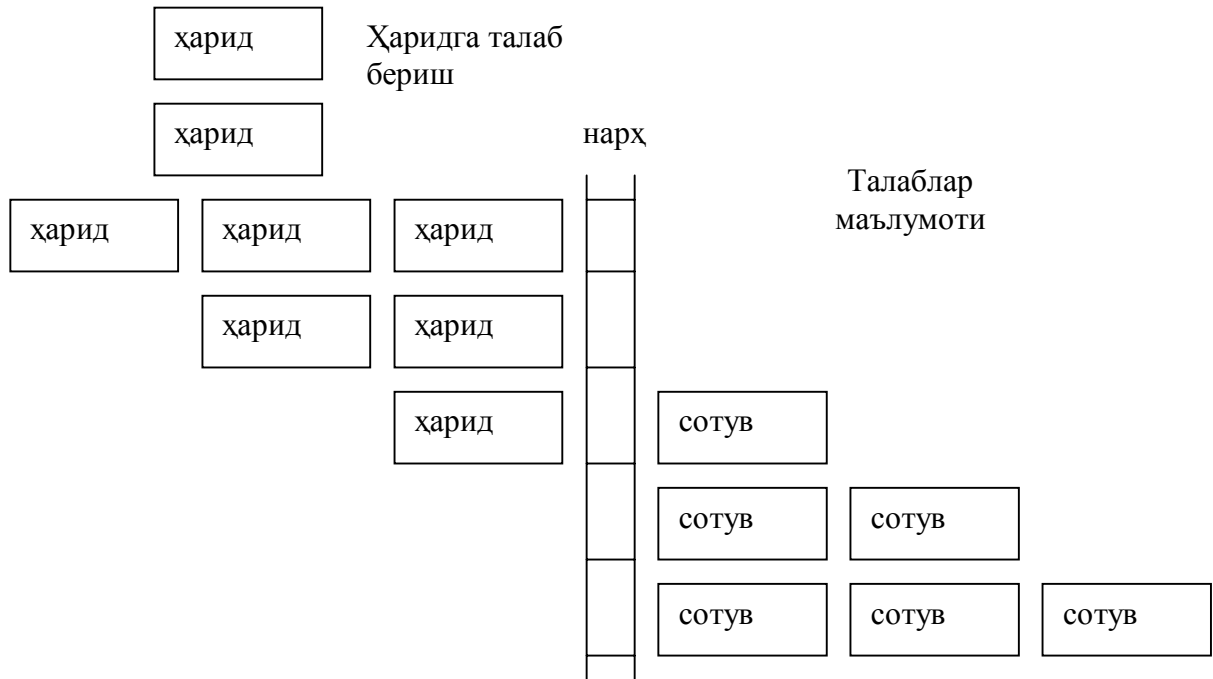
Сотувчи

н.

Сотиш

Сотишга дастлабки талаб бериш

Расм. 7.2.1. Оддий аукцион бозори

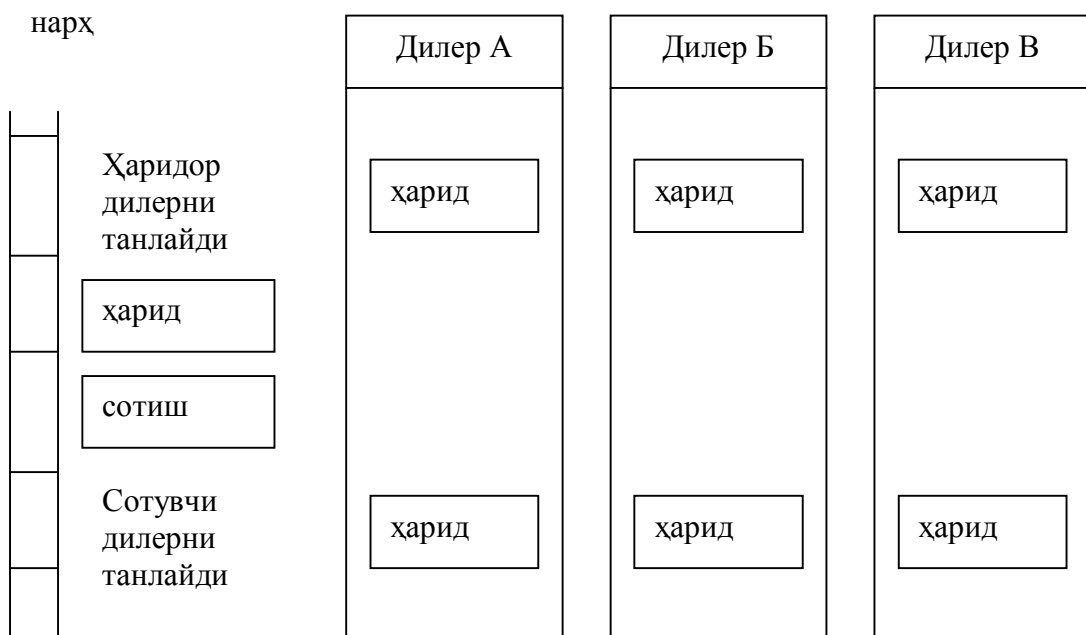


Бунда энг катта ҳажмда содир қилинган нархлари расмий асос қилиб олинади. Бу расмий нархни қониқтирмаган талаблар бажарилмасдан қолдирилади, эса тушган талабларни яна жамлаш бошланиб, савдо жараёни янгидан қайтарилади.

Агар қимматли қоғозларга талаб юқори бўлиб доимий таклиф қилинса, унда узлуксиз аукционлар Расм. 7.2.2. Қўш аукцион бозори

Узлуқсиз аукционлар бозори қўш аукцион бозори тартибидеда қўлланилади.

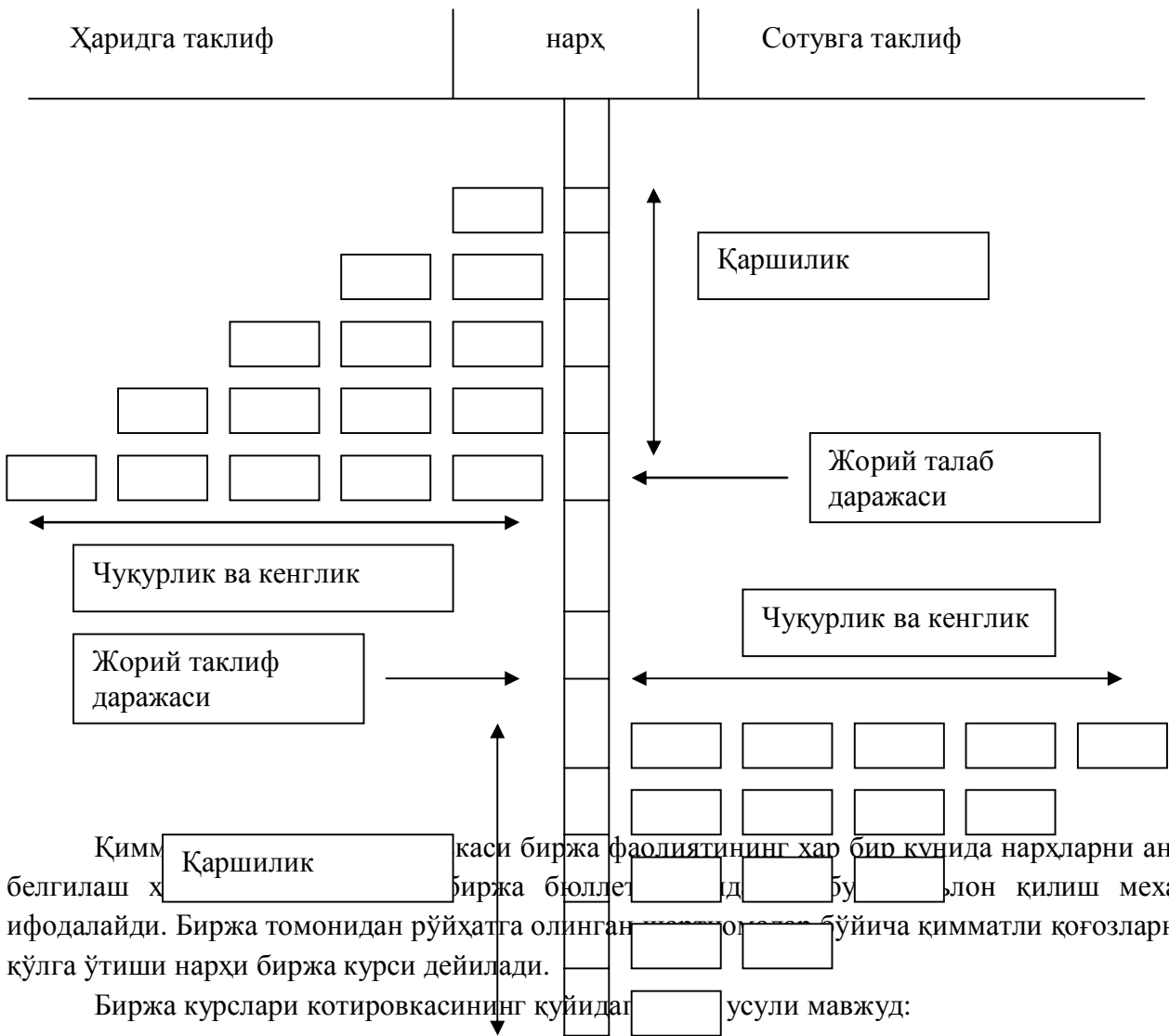
Ҳар доим ҳам қимматли қоғозларга талаб юқори бўлавермаганидан қатнашчилар биржадан ташқари дилер бозорини шакллантирадилар. Бундай бозор 7.2.3-чи расмда келтирилган. Бунда дилерлар олдиндан нархи эълон қилинган қимматли қоғозларни ҳаридор талаби бўйича сотишга мажбурдир.





Иккиламчи бозор схемаси 7.2.4-чи расмда келтирилган. Унинг асосий характеристикалари: бозорнинг чуқурлиги, кенглиги ва қаршилиқ даражаси ҳисобланади. Бозорнинг чуқурлиги ва кенглиги нархнинг ҳар бир конкрет даражасида талаб ва таклифнинг ҳажми билан белгиланади. Қаршилиқ даражаси эса савдо катнашчилари сотиш ёки харид қилишга тайёр бўлган нархлар диапазони ифодалади. Бу диапазон қанчалик кенг бўлса, бозорни ликвид бўлиб қолиши эҳтимоли шунча кўп бўлади.

Ҳар бир савдо катнашчиси нархлар приоритетига риоя қилиш кераклигини билади. Бошқа тенг шароитларда эса иккинчи приоритетга (яъни ҳажмга) риоя қилинишини ҳам билади.



Қимматли қоғозларнинг биржа фаолиятининг ҳар бир кўнида нархларни аниқлаш ва белгилаш ҳам биржа бўлганда бу билан қилиш механизмини ифодалади. Биржа томонидан рўйхатга олинган қимматли қоғозлар бўйича қимматли қоғозларни қўлдан қўлга ўтиши нархи биржа курси дейилади.

Биржа курслари котировкасининг куйидаги усули мавжуд:

- ягона курс усули;

- рўйхат усули;

Курс

Расм. 7.2.4. Ликвид иккиламчи бозор элементлар

асосий тартибларга риоя қилиш негизида амалга оширилади:

- ягона биржа курси энг кўп савдо шартномалари миқдори таъминланган даражада белгиланади;

- “ихтиёрий курс бўйича сотиш” ва “ихтиёрий курс бўйича сотиб олиш” талаблари биринчи навбатда қондирилади;

- биржавий шартномалар хариднинг максимал нархлари ва сотишнинг минимал нархлари асосида содир этилади. Бундай нархларга яқин бўлган талаблар қисман қондирилади;

- биржадаги талаблар ва шартномалар сонини ошишига олиб келувчи ягона биржа курсидан кам бўлган нархлардаги талаблар қондирилмайди.

Биржа бюллетенларида барча нархлар кўрсатилавермайди, балки фақат биржа кунидаги нархлар динамикасини ўзида тўлиқ ифодаловчи чегаравий нархлар келтирилади.

### ***Саволлар***

1. Фонд биржасининг мазмуни нимадан иборат?
2. Биржа товари нима?
3. Биржавий фаолият механизми қандай бўлади?
4. Биржа савдолари қандай ташкиллаштирилади?
5. Биржада қандай аукционлар ташкиллаштирилади?
6. Биржа курслари ва котировкалари нима?

### ***Топшириқлар***

1. Биржа товарининг ҳосса ва хусусиятларини ёритиб беринг.
2. Биржа савдоси тартибини ёритиб беринг.
3. Биржанинг иқтисодиётдаги ролини ифодаланг.
4. Жаҳоннинг йирик биржаларини ва Ўзбекистон биржаларини ўрганинг (Интернет-сайтларидан).
5. Терминлар луғатини тузинг.

### **7.3. Электрон савдо тизимлари ва уларнинг фаолияти**

Жаҳон савдо амалиётида ҳозирга келиб, традицион биржа тизимига альтернатива сифатида, савдонинг янги шакли, яъни биржадан ташқари электрон савдо тизимлари, кенг тарқалди. Бундай тизимларнинг пайдо бўлишига ва жадал суръатлар билан ривожланишига бозор ҳажми ва талабларини ҳаддан ташқари ошганлиги, замонавий ахборот коммуникациялар технологияларини (компьютер техникаси, информацион технологиялар ва алоқа телекоммуникациялари) бозор иқтисодиёти ҳаётига ва бизнесга кенг кириб келиши сабаб бўлди.

Электрон савдо тизими – бу товарларнинг (савдо объектларининг) биржадан ташқари савдосини ташкилий воситалар ва ахборот технологик коммуникациялар мажмуаси ёрдамида бир бутун информацион фазода ташкиллаштирувчи ташкилий-ҳуқуқий шаклда (юридик шахс мақомида) тузилган мураккаб тармоқланган савдо тизими бўлиб, ўз қатнашчиларига битишув тўғрисида шартнома тузиш, тузилган шартнома параметрларини текшириш, клирингни (ҳисоб-китобни) амалга ошириш, битишув талабларини охиригача ижро қилиш (тўловни амалга ошириш ва қимматли қоғозларни янги эгасига бериш) бўйича қулай ва етарли имкониятларини берувчи ташкиллашган бозор механизми. Бунда савдо қатнашчилари бир-бирлари билан виртуал информацион, узлуксиз савдо режимида реал товарлар савдоси муомаласига кирадилар. Ушбу тизимда турли хил товар (жумладан қимматли қоғозлар) муомалада бўлиши мумкин.

Қимматли қоғозлар бўйича биржадан ташқари савдолар ташкилотчисининг фаолияти деганда, инвесторларга воситачиларни ёлламасдан туриб савдоларда қатнашиш имкониятини берувчи аризалар қабул қилиш пунктлари, махсус компьютер савдо тизимларидан фойдаланишнинг белгиланган қоидалари бўйича қимматли қоғозлар савдосини ташкил қилиш фаолияти тушунилади.

Биржадан ташқари савдолар ташкил қилиш, шунингдек биржадан ташқари листинглар қоидалари қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдоси ташкилотчиси томонидан қимматли

қоғозлар бозорини тартибга солиш буйича ваколатли давлат органи билан келишган ҳолда белгиланади.

Биржадан ташқари листинг - қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдога уларни биржадан ташқари бюллетенига киритган ҳолда, савдога қўйишдир.

Биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси қонун ҳужжатларида ўрнатилган тартибда ўтказилаётган савдоларнинг ошқоралиги ва оммавийлигини таъминлаши лозим.

Электрон савдо тизими фаолияти ўзига қуйидаги босқичларни киритади:

- тизимга кириш ва уни ҳимояси;
- савдо объекти тўғрисидаги бозор информациясини кўриб чиқиш (кузатиш);
- тизимга битишувларни содир қилишга талабларни (буйруқларни) киритиш;
- узлуксиз савдо режимижа битишувларни тузиш;
- буйруқлар ҳисоби китобини юритиш;
- тизимдан фойдаланувчиларга битишувлар тўғрисидаги информацияни тарқатиш;
- ҳар бир битишув бўйича тизимнинг фаолиятини назорат қилиш.

Электрон савдо тизимларининг ижобий томонларига қуйидагиларни киритиш мумкин:

- савдо операцияларини куннинг исталган вақтида амалга ошириш имконияти;
- жаҳон фонд бозорларига турли регионлардан брокерларнинг максимал кириши;
- нисбатан кичик миқдордаги операцион харажатлар;
- савдода қатнашчилари тўғрисидаги информацияни юқори даражада махфийлиги (конфиденциаллиги);

- традицион биржа савдосидан фарқли (одатда харидорнинг биргина қулай нархи ва сотувчининг нархи), бир вақтнинг ўзида бир неча қулай нархларни кўриш имкони мавжуд.

Электрон савдо тизимларининг келтирилган ижобий томонларига қарамадан улар ҳозирча тўлалигича амалга оширила олинмаяпти, натижада электрон бозорларнинг ликвидлик даражаси нисбатан пастроқ бўлиб қолмоқда. Бунда қуйидагиларни тўсиқ сифатида кўрсатиш мумкин:

- электрон савдо дилерларнинг ўз операцияларида контрагентлари билан иш юзасидан мулоҳаза қилишига асосланган профессионал интуициясини тўлиқ ишлатишига қийинчилик туғдирмоқда;

- буйруқларнинг қўшимча шартларини ҳисобга олиш имкони йўқлиги, баъзан эса битишув ижросига буйруқларни тўхтатиш мумкин эмаслиги.

- тизимда сотиладиган қимматли қоғозларнинг рисклилиқ даражасини нисбатан юқорилиги.

Кўрсатилган камчиликларга қарамадан, электрон савдо тизимлари жадал ривожланиб бормоқда. Ҳозирда энг ривожланган электрон савдо тизимларини кўп мамлакатларда кўриш мумкин: АҚШ, Европа Иттифоқи мамлакатларида, Канада, Сингапур, Япония, Саудия Арабистони, Россия, Австралия ва ҳ.к.

Ҳозирда, жаҳон савдо амалиётида эллиқдан зиёд турли хил электрон савдо тизимлари мавжуд бўлиб, уларнинг ярмиси фьючерслар савдосига хизмат қилади.

Биржадан ташқари электрон савдо тизимлари ўзларининг савдо, листинг, қатнашчиларни саралаш ва ҳ.к. қоидаларига эга. Мисол тариқасида қуйидагиларни келтириш мумкин: НАСДАК (NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), Канаданинг автоматик савдо тизими (COATC – *Canadian Over-the-counter Automated*), Сингапур фонд биржаси қошидаги автоматик котировка ва дилинг тизими (SESDAQ – *Singapore Stock Exchange Dealing and Automated Quotation System*), Россия савдо тизимлари – РТС, Ўзбекистондаги ЭСТ “Элсис-савдо” ва Банклараро савдо тизими – МТС (бунда уларни ҳориж тизимлари билан солиштириш анча мушкул) ва ҳ.к.

Қизиқарлиги шундаки, АҚШдаги НАСДАК (Дилерларнинг автоматик котировка тизими) қимматли қоғозлар бўйича дилерларнинг миллий ассоциацияси (NASD) қошида (қарамоғида) фаолият юритади. NASD эса ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи нодавлат нотижорат ташкилот ҳисобланади. Шунга ўхшаш РТС ҳам Россия қимматли қоғозлар бозорида фаолият кўрсатади. Умуман олганда РТС шаклан ва мазмунан НАСДАК тизимига ўхшаш (аналог) тизим.

Электрон савдо тизимларининг қисқача тарихи ва ривожланиш тенденциялари ҳамда тузилма ва фаолият механизмлари тўғрисидаги ўқув материалларини тегишли мавжуд адабиётлардан талаба мустақил равишда ўрганиши тавсия этилади.

#### **Саволлар**

1. Электрон савдо тизимининг мазмуни нимадан иборат?
2. Электрон савдо тизими листинги нима?
3. Электрон савдо тизимида садо ёилиш ыандай босыичлардан иборат?
4. Электрон савдо тизимларининг ижобий тарафлари ва камчиликлари нималардан иборат?

#### **Топшириқлар**

1. Электрон савдо тизимларида савдоси тартибини ёритиб беринг.
2. Электрон савдо тизимлари тш-рисида электрон презентация тайёрланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

### **7.4. Молия маҳсулотларининг чакана савдоси тизимлари**

Ҳажми унчалик катта бўлмаган, маҳсус меъёрлар асосида молиявий маҳсулотлар чакана савдосини ташкиллаштирувчи институтлар молия бозорининг савдо тизими тузилмаси таркибига киради.

Бундай савдо тизимларининг савдо объекти бўлиб, асосан пул воситалари (пластик карточкалар, нақд пул), валюталар (ЭКВ), чакана кредитлар (ссудалар), суғурта полислари, антиквариат ва ювелир буюмлари, қимматбаҳо металл (платина, олтин, кумуш, палладий ва ҳ.к.) ва тошлар (олмос, рубин ва ҳ.к.) ҳамда камёб элементлар (осмий, уран, радий, висмут ва ҳ.к.), санъат асарлари (картиналар, китоблар, тарихий қўлёзмалар ва хужжатлар) ва мунизмат (тарихий ва юбилей тангалар) коллекциялари намоён бўладилар (7.1 параграфга қаралсин). Антиквариат ва ювелир буюмларни, қимматбаҳо металл ва тошларни ҳамда камёб элементларни, санъат асарларини одатда дастлабки тарзда экспертлар ва ломбардлар томонидан текширилиб баҳоланади. Уларнинг бозор нархлари савдо тизимларида аниқланади.

Чакана савдо тизимлари қаторига, масалан, молия бозорининг биржадан ташқари валюта (FOREX) ва қимматли қоғозлар электрон савдо тизимларини қўшиш мумкин (7.3 параграфга қаралсин). Булардан ташқари қимматли қоғозлар бозорида маҳсус фонд дўконлари, Интернет-брокер (Интернет-трейдер) тармоқлари, “чакана кўча” ва ёки андеррайтерлик чакана савдо тармоқлари мавжуд.

Пул воситалари бўйича чакана савдо тизимларига банкоматлар ва банкларнинг кредит, дебет, смарт, йўл карточкалари, мунизмат, маҳсус чеклар ва ҳ.к. сотиш шаҳобчалари, бўлимлари ва марказлари киради.

Валюта чакана савдоси бўйича банкларнинг валюта алмаштириш шаҳобчалари, валюта банкоматлари ва чеклари, валюта карточкалари, FOREX халқаро валюта электрон савдоси тизими киради.

Йирик кредит ресурслари савдоси бўйича банклараро кредитлар бозорлари, майда (чакана тижорат ва истеъмол) кредитлар бўйича банкларнинг ўзи ва кредит ташкилотлари (иттифоқлари) киради.

Суғурта полислари суғурта компаниялари томонидан андеррайтерлар ва агентлар ёрдамида чакана савдоси амалга оширилади.

Антиквариат ва ювелир буюмлари, санъат асарлари бўйича махсус аукционлар ташкиллаштирилади.

Қимматбаҳо металл ва тошлар ҳамда камёб элементлар бўйича махсус аукционлар ташкил қилинади. Қимматбаҳо металллар бозори (*commodities*) товарлари ҳозирда ҳам, аввал ҳам энг ликвид ва нуфузли савдо объектлари ҳисобланади. Чунки ҳар қандай давлатнинг олтин захираси (у уз ичига на фақат олтинни, балки платина, палладий ва ҳ.к. элементларни ҳам олади) мамлакат иқтисодиётининг куч-қудратида ўз аксини топади. Мос равишда бундай бозорга инвестиция қилиш қимматбаҳо металллар нархи котировкаси асосида даромад олиш имконини беради. Инвестор бу металлларни ҳар доим валютага осон алмаштириши ёки банк депозитига (кредит олиш мақсадида “металл” депозитига) жойлаштириши ва шу билан бирга ўзининг асосий фаолиятини юритиши мумкин.

Кўрсатилган савдо тизимларининг ичида ҳозирда қимматли қоғозлар бўйича савдо тизимлари билан бир қаторда 70-чи йиллар охиридан бери кенг фойдаланиётганларидан FOREX (*Foreign Exchange operations* – талаб ва таклиф асосида валюталар алмаштириш бўйича операциялар) ҳисобланади.

Ҳозирда FOREX глобал равишда бир бутун коммуникацион тармоққа бирлаштирилган биржадан ташқари валюта бозорига айланган бўлиб, хафтанинг душанба куни Янги Зелландияда очилади ва жума куни кечкурун АҚШ бозорида ёпилади. FOREX бозорида вақт пояси ва турли регионал қатнашчиларнинг савдога чиқишига боғлиқ тарзда кунлик савдони бир неча сессияга бўлинади (7.4.1 жадвалга қаралсин). Жадвалда FOREX бозоридаги асосий регионал сессиялар кўрсатилган.

Жадвал 7.4.1. FOREX бозорининг иш вақти (24 соат), Москва вақти (қишки)

Регион	Шаҳар номи	Очилиш вақти	Ёпилиш вақти
ASIA	ТОКИО	03:00	11:00 – 12:00
	ГОНКОНГ	04:00	12:00 – 13:00
	СИНГАПУР	04:00	12:00 – 13:00
EUROPA	ФРАНКФУРТ	09:00	17:00 – 18:00
	ЛОНДОН	10:00	18:00 – 20:00
AMERICA	НЬЮ-ЙОРК	16:00	23:00 – 24:00
	ЧИКАГО	17:00	00:00 – 01:00
PACIFIC	ВЕЛЛИНГТОН	00:00	08:00 – 09:00
	СИДНЕЙ	01:00	09:00 – 10:00

Америка ва Осиё сессиялари энг агрессив, операцияларнинг энг катта ҳажми эса Европа сессиясига тўғри келади. Янги Зелландия ва Австралия сессиялари энг тинч ҳисобланади. FOREX бозорида 100 фоиз ликвид бўлган пуллар (валюталар) сотилади ва сотиб олинади.

Осиё, Европа ва Америка FOREX бозорларига тўлиқ сутка давомида кириш мумкинлиги трейдер учун қулай нархларда савдо қилиш имконини беради. Бунга қўшимча яна 1:100 елкали контрагент томонидан бериладиган банк кредитини ҳисобга олинса, унда трейдернинг даромади

кескин ошади (трейдернинг нисбатан кичик миқдордаги қисқа муддатли депозит суммасига бўлган елка). Бунда битишувларни телефон ёки Интернет орқали тузилиши FOREX бозорини барча бизнес кишиларига қулай ва жалбдор қилади.

Бошқа бозорлардан фарқли FOREX бозори энг катта савдо ҳажмлари, минимал ҳаражатлари ва валюталарнинг энг тез ҳаракати билан ажралиб туради. Бу бозорнинг ликвидлилик даражаси кунига бир неча триллионгача ошди. Ҳозирда FOREX бозори жаҳоннинг кўпчилик етакчи банклари ва молиявий институтлари учун асосий даромад манбаига айланган. Лекин бу бозорни юқори рисклилигини эсдан чиқариш мумкин эмас.

### ***Саволлар***

1. Молия маҳсулотларининг чакана савдоси тизимлари мазмуни нимадан иборат?
2. Бундай савдо тизимларда қандай инструментлар савдо қилинади?
3. Уларнинг фаолияти қандай ташкиллаштирилади?

### ***Топшириқлар***

1. Молия маҳсулотларининг чакана савдоси тартибини ёритиб беринг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **VIII-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ РИСКЛАРИ ВА ИНВЕСТИЦИОН ПОРТФЕЛЛАРНИ БОШҚАРИШ АСОСЛАРИ**

### **8.1. Молия бозори рисклари, уларни баҳолаш ва бошқариш**

Турли омилларни (1.4 параграфга қаралсин) иқтисодиётга таъсир этиши табиати ва қонуниятлари иқтисодиёт субъектлари томонидан кўпинча доимо узлуксиз, ўз вақтида, аниқ ва тўла идрок қилиниши қийин бўлганлиги сабабли ва шу муносабат билан табиатан эҳтимолий бўлган рискларни молия бозорида вақти-вақти билан вужудга келиши туфайли унда содир бўлувчи рискли ҳодисалар, жараёнлар ва ҳатти-ҳаракатлар ҳозиргача бу бозорнинг асосий муаммолардан бўлиб келмоқда. Бундан келиб чиқиб таъкидлаш лозимки, рисклар ҳавфи молия бозорида ва унда фаолият юритадиган барча қатнашчилар ҳаракатларида ҳар доим иштирок этади ва шу сабабли уларни таҳлил қилиб баҳолаш ва бошқариш масалаларини ҳеч қачон молия назарияси ва амалиёти кун тартибидан чиқариб бўлмайди.

Умуман олганда, молия бозоридаги рисклар манбаси ҳар турдаги омиллар ҳисобланиб, уларнинг эҳтимолий тарзда маълум ва номаълум даражадаги таъсири молия бозорида мос равишда рискли жараён, ҳодиса ва ҳаракатларни келтириб чиқаради. Бошқача қилиб айтилса, рисклар ҳар доим омиллар таркибида мавжуд бўлиб, табиатан эҳтимолий характерга эга қонуниятлар асосида тарқалади, уларнинг таъсири остида молия бозори муҳитида ривожланиши шаклланувчи воқеликларга бевосита ёки билвосита ўтади (кўчади). Бундай ҳолат ўз-ўзидан молия бозоридаги рисклар муаммосини ўта долзарблигини тасдиқлайди.

Демак, рисклар молия бозори муҳитида доимо мавжуд бўлиб, унинг ҳолати ва риволаниши сифатини пасайтириб ва заифлаштириб туради (умуман олганда бозор муҳитини “ифлослаштиради”), баъзан эса ёмонлаштиради. Рисклар табиати мазмунини ва таъсири қонуниятларини идрок қилиш (таҳлил негизида) асосида уларни пасайтириш ва бошқариш чоратадбирларини ишлаб чиқиш мумкин. Бу эса молия бозори қатнашчилари учун катта аҳамиятга эга.

Таъкидлаш жоизки, молия бозоридаги ҳодиса ва ҳаракатлар чексиз бўлганлиги учун улар таркибидаги рискларнинг сони ҳам умуман олганда саноксиздир. Лекин бунга қарамасдан ҳозирда рискларнинг мазмуни, асосий турлари, уларнинг келиб чиқиши табиати ва таъсири даражаси

кўпчилик мутахассисларга маълум. Шу туфайли ҳозирда риск муаммоси кўйган кўп масалалар маълум даражада ўз ечимини топиб келмоқда.

Ушбу бобдаги мавзулар доирасида иложи борича молия бозорида кўпроқ ажралиб турувчи ва бозор қатнашчилари ҳаракатларига сезиларли таъсир кўрсатувчи рискларни таснифлаш ва тавсифлашга, баҳолашга, прогноз қилиш ва бошқариш масалаларига диққатимизни қаратамиз.

Ҳозирга келиб рискларни баҳолашда турли усуллардан фойдаланил-моқда, масалан: органолептик (дастлабки тарзда таъсир сифатини баҳо-лашда), статистик-эмпирик (баҳолашда кўп вақт ва маблағни талаб қилади), умумлаштирилган эҳтимолий-математик усуллар (уларни қўллаш арзон ва қулай). Буларнинг ичида энг кўп қўлланиладигани – бу эҳтимолий-математик усуллар бўлиб, уларнинг ёрдамида молия бозори рисклари ва унда ҳар қандай қатнашчининг вақт бирлиги ичидаги ҳаракати рисксизлиги даражасини миқдорий баҳолаш мумкин<sup>39</sup>.

Молия бозоридаги “ҳаракатлар рисксизлиги” - бозордаги riskли шароитларда қатнашчининг бизнес функцияси ва ҳаракатларини маълум вақт давомида қониқарли бажариши эҳтимоли. Бошқача қилиб айтилса, “ҳаракатлар рисксизлиги” - қатнашчининг шундай ҳоссаи, унга асосан қатнашчи маълум вақт давомида riskсиз ҳаракатнинг идрок этилган ва аниқ прогноз қилинган даражасида барқарор (қониқарли) фаолиятини узлуксиз сақлаб юритиши тушунилади.

Бундай таърифда қуйидагилар муаммоларни ҳисобга олиш лозим:

1) рискларни фавқулудда пайдо бўлиши мумкинлигини ҳисобга олинса, у ҳолда ҳар қандай ҳаракатлар рисксизлиги эҳтимолий характерга эга, демак бу ҳосса шартлидир;

2) қониқарли фаолият юритиш тамойилини қабул қилиниши молия бозори ва ундаги ҳар қандай қатнашчининг фаолияти параметрлари маълум вақт давомида рискларга мойиллигидан далолат беради, демак бундай ҳосса ҳам шартлидир;

3) қатнашчи ҳаракатини олдиндан тахминан маълум деб олинган молия бозори муҳитининг riskли шароитларга мослигини баҳолаш лозим. Баҳолашдаги бундай тахмин одатда ҳаракатнинг қисқа вақт даврида мазмунга эга бўлиши мумкин, демак бу ҳосса ҳам шартлидир.

“Рисксизлик” термини остида, умуман олганда, молия бозори ва ундаги қатнашчи томонидан талаб қилинган функция ва фаолиятини ҳеч қандай рискларсиз бажаришга қодирлиги тушунчаси ётади. “Қодирлик” термини эса молия бозори ва ундаги қатнашчи талаб қилинган функция ва фаолиятни бажаришга қодир ёки қодир эмас деган маънода қўлланилади. Аммо “қодирлик” тушунчаси абстракт (ўзгарувчан), яъни қўш маънода бўлганлиги учун талаб қилинган функция ва фаолиятни бажаришликка қодирликнинг турли (энг критик миқдори иккита бўлади, яъни “қодир” ва “қодир эмас”) даражаларини аниқлаш мумкин.

Айтилганлар асосида таъкидлаш мумкинки, агар молия бозори ва унинг қатнашчиси функцияси ҳамда рисклар критерийлари (мезонлари) яққол кўринишда (шаклда, турда) берилган бўлса, унда ҳаракатлар рисксизлиги эҳтимолий кўрсаткичлар (эҳтимолий-математик усуллар, моделлар) ёрдамида аниқ миқдорда ифодаланиши мумкин. Бунда рисклар тақсимланишининг эҳтимолий қонуниятларини осон топиш мумкин бўлади ва унинг асосида қатнашчининг молия бозоридаги ҳаракатлари рисксизлиги даражасини баҳолаш ва прогноз қилиш имконияти вужудга келади.

Эслатиш лозимки, ҳаракатлар рисксизлиги даражаси уларни режалаштириш босқичида белгилаб олинади, кейичалик ҳаракатларни бажариш чоғида эса рисксизлик даражасига жорий

<sup>39</sup> Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов./Пер. С нем. Под общей ред. В.В.Ковалева, З.А.Сабова.-СПб.: Питер, 2000.-400 с. Первозванский А.А. Финансовый рынок, расчет и риск.-М.: Инфра М, 1994; Шоҳазамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шоҳазамий Ш.Ш. Теория безрисковости действий на рынках: финансовом и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-101 с.

ўзгартириш ва қўшимчаларсиз эришиб бўлмайди. Чунки рисксизлилик ҳоссаи абстракт тушунча, табиатан эҳтимолий қонуниятга эга бўлиб, уни идрок этиш ҳар қандай қатнашчига ҳам осонликча кечмайди, натижада кўп қатнашчилар олдиндан тузган молия бозорида дастлабки таҳлилий-прогноз асосида режалаштирган рисксиз фаолияти дастурларини тўлиқ амалга оширишга ноқобил бўлиб келмоқдалар.

Бундай ҳолат молия бозоридаги рисклар ва ҳаракатлар рисксизлиги муаммосини тизимли ёндашув асосида идрок этишни, тадқиқотларни давом эттиришни ва шунинг асосида ечимини топишни тақазо этади.

Конкрет ҳаракатни қўлланилиши ва унинг зарурлиги ушбу ҳаракатнинг рисксизлилик кўрсаткичини белгилайди. Бунда ушбу кўрсаткичдан фойдаланиш кўп жиҳатдан тўғри келишлиги ва заруратлилик маъносини касб этади. Одатда молия бозори қатнашчисидан ҳар бири турли рисксизлилик даражасига эга бўлган ҳилма-ҳил функция ва ҳаракатлар бажариш талаб қилиниши мумкин. Бундан ташқари, белгиланган рискли шароитларда қатнашчи вақтнинг турли оралиқларида талаб қилинган функция ва ҳаракатларни муваффақиятли бажаришнинг турли эҳтимолига эга бўлиши мумкин.

Молия бозори қатнашчисининг исталган ҳаракатлари олдиндан қўйилган мақсад сари ташкиллашган процедуралар (операциялар) шаклида амалга оширилади. Чунки буни молия бозори фаолиятини юқори даражада ташкиллаштириш тамойилига асосланган маҳсус иқтисодий-ҳуқуқий механизм тақазо этиб белгилайди (I-чи ва II-чи бобларга қаралсин). Бу тамойил ҳар бир қатнашчининг фаолиятини (ҳаракатларини) молия бозори механизми билан тўлиқ мослаштирилишини талаб қилади. Лекин бунга қарамасдан ҳар қандай қатнашчи унинг молия бозори механизмига мослашуви зарурлиги шартини бузувчи қутилмаганда (эҳтимолий) пайдо бўладиган ҳодисаларга дуч келиши мумкин. Бундай ҳодисаларнинг сабабчиси қатнашчи томонидан ҳаракатлари чоғида билиб-билмай, беҳоста ёки қалтис ёки таваккал равишда (субъектив ҳолатлар) йўл қўйиладиган ёки унга боғлиқ бўлмаган ҳолда тўсатдан (масалан, табиий офатлар, яъни объектив ёки форс-мажор ҳолатлар) пайдо бўлувчи рисклардир.

Рискларни тўлиқ ва ўз вақтида адекват аниқлаш асосида уларга таъсир кўрсатиш мумкин, демак уларни бошқаришнинг реал имконияти пайдо бўлади. Ушбу маънодаги ҳолда риск – фаолиятнинг ситуацион характеристикаси бўлиб, ўзида муваффақиятсизликни келтириб чиқарувчи натижанинг ноаниқлигини ва мумкин бўлган ноҳуш натижаларни акс этади. Бундай ноҳуш ҳодисалар ва ноаниқ натижаларни эҳтимолий равишда вужудга келишида қуйидагилар сабаб бўлиши мумкин: мамлакатдаги қонунчилик ва жорий иқтисодий ҳолатни барқарормаслиги, сиёсий ҳолатни ноаниқлиги, бозор конъюнктурасини, нархларни, валюта курсларини ўзгариши ва ҳ.к.

Молия бозорида шундай қонуният мавжудки, унга мувофиқ риск даражаси қанчалик паст бўлса, юқори молиявий натижа олиш эҳтимоли мутаносиб равишда шунча кам бўлади ва бунинг акси бўлиши мумкин. Демак, молия бозори қатнашчиси олдида риск даражаси ва молиявий натижа миқдори орасидаги нисбатни оптималлаштириш масаласи туради.

Юқорида айтилганларнинг барчаси муаллиф томонидан ишлаб чиқилиб илгари сурилган рискларнинг тизимли назариясига асосланган. Барча айтилганларнинг тасдиғи сифатида қуйида бу назария асосида ишлаб чиқилган назарий механизм ёрдамида рисклар ҳамда бозордаги фаолият ва ҳаракатлар рисксизлиги табиати мазмунини, турларини, қонуниятларини, таъсир механизмини, баҳолаш ва бошқариш методологиясини конкретифодалаймиз.

Молия бозорининг ҳар бир қатнашчиси фаолиятини (ҳаракатларини) ва молия бозори механизминини ўзаро боғлиқликда ва уйғунликда мос келиши даражасини (бу параметрни қуйида қисқача МКД деб белгилаб оламиз) ҳозирда ўрганиш бозор ва унинг қатнашчиларини турли



омилларга, улар таркибида ҳамиша мавжуд эҳтимолий рискларга ўта сезгир бўлганлиги, буларнинг таъсири остида тўсатдан вужудга келувчи турли ноҳуш воқеликлар (ҳодиса ва жараёнлар, ҳаракатлар) ривож шаклланиши эҳтимоли ҳар доим мавжуд бўлганлиги сабали муҳим аҳамиятга эга.

Рисклар молия бозори муҳитини “ифлослаштириши” ва МКД миқдорига салбий таъсир кўрсатиши сабабли улардан тозалаш зарурлиги табиийдир, демак, лекин бу зарурат ханузгача муаммо сифатида долзарб бўлиб келмоқда.

Бу муаммони ечишда қуйидагиларга аҳамият бериш лозим:

- МКД миқдорига таъсир этувчи рискларни вужудга келиши сабабларига ва турли тарзда ҳосил бўлувчи рискларни пасайтириш усулларига;

- молия бозори ва унинг қатнашчиси фаолиятининг исталган даврида (фазасида) уларнинг рискларга таъсирчанлиги даражасига;

- рисклар шароитида МКД миқдорини прогноз қилинганлиги ёки қилиниши мумкинлиги ҳолатига;

- молия бозори ва унинг қатнашчилари фаолиятидаги рискларни бошқариш бўйича самарали чора-тадбирларни мавжудлигига ёки ишлаб чиқилиши мумкинлигига.

Санаб ўтилган масалаларни ечиш молия бозори ва МКД миқдорини ноҳуш рисклардан тозалашга қаратилган.

Қатнашчиларнинг МКД миқдори – қатнашчиларнинг олдиндан маълум рисли шароитларда ўзлари ва молия бозорининг сифат кўрсаткичларини ёмонлаштирмаган тарзда ташкиллашган, бир-бири билан ўзаро мос келадиган ҳаракатларни бажариш сифати даражасини кўрсатади. Бунда ҳар иккала тараф ҳам бир-бирига (жумладан, шерик бўлган қатнашчилар ҳам) ноҳуш таъсир кўрсатмаслиги ва бир-бирига риск тўғдирмаслиги керак.

Рискларни баҳолашда уч асосий элементни (унсурни) инобатга олиш лозим: риск манбаи (PM); таркибидан рисклар тарқаладиган операциялар тўплами; риск рецептори (PP).

PMни PPга таъсири бевосита (тўғридан тўғри) ва билвосита (тўғри бўлмаган) бўлиши мумкин.

Қатнашчилар жуфтлигидаги МКД доирасида ички рисклар (ИР), ҳар қандай жуфликлар орасида эса жуфтликлар рисклари (ЖР) вужудга келиши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, ИР ва ЖР беҳоста (ташқи омиллар сабабли олдиндан билмаган ҳолда) ва ёки идрокли (субъектив сабабли омиллар асосида) равишда вужудга келиши мумкин. Бунда идроклилари ривожланган бозор шароитида яққол прогнозланиши мумкин ва профессионаллар учун унчалик ҳавф тўғдирмайди, яъни уларни бошқариш мумкин.

Аммо беҳосталари ташқи омилларга боғлиқлиги ва табиатан эҳтимолийлик характерида эга бўлганлиги сабабли қийин бошқарилади. Шунинг учун беҳоста вужудга келувчи рисклар (БР) амалиётда муаммоли бўлади. Демак, БРларни бошқариш мақсадида ўрганиш масалалари профессионаллар ва оддий инвесторлар учун муҳим аҳамиятга эга.

Бунда БР ва ташқи омиллар ўртасидаги алоқани муҳимлигини сезиш мумкин. Агар бу алоқанинг негизида келтирилган 8.1.1-расмга мурожаат қилсак, унда БРни бошқариш тамойилини яққол кўриш мумкин.

Моделдан кўриниб турибдики, ташқи омилларнинг вужудга келиши БРни рағбатлантиради, мос равишда БРни вужудга келиши эса PMга таъсир кўрсатади. Ўз навбатида, PMдан чиққан рисклар операциялар тўплами таркибида мужассамлашган равишда PPга таъсир кўрсатади ва натижада PP ҳаракатларда ноҳуш ҳодисалар тўғдириб салбий натижаларни келтириш чиқаради. Бу натижалар ўз навбатида ташқи ва ички омилларга таъсир кўрсатади. Шундай қилиб, “Ташқи

омиллар” – “РМ” – “РР” – “Ташқи омиллар” кўринишидаги занжирдан иборат А контури пайдо бўлади. Бу контур доирасида (ичида) ҳосил бўлувчи ҳар бир занжир циклида (даврида) вужудга келган рисклар кейинги занжир циклига ўтиб, эҳтимолий тарзда икки баробар ошган (устма-уст тушиш асосида ортиб борувчи) рисклар миқдорини (суммасини) келтириб чиқаради. Одатда ошиб борувчи рисклар миқдорини пасайтириш учун РР (яъни қатнашчилар) рискларини суғурталайдилар (контур В). Бундан кўриниб турибдики, контур В контур А доирасидага рискларни компенсациялашга хизмат қилади, натижада эса барча рисклар тўлиқлигича суғурталовчига ўтади. Бу усул дунёда энг кенг тарқалган бўлиб, рискларни бошқаришнинг содда усули ҳисобланади.

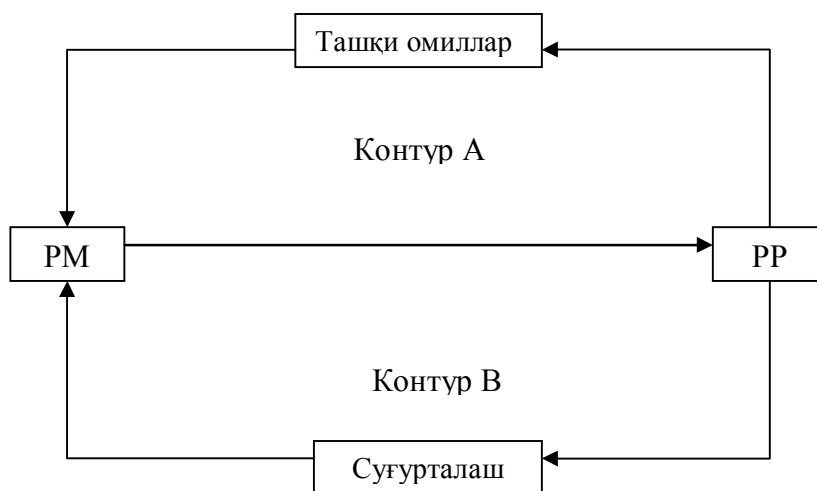


Рис.8.1.1. БР бошқарилишини ташкиллаштириш тамойили модели

Моделдан яна шу ҳам кўриниб турибдики, бир занжир цикли тугаши биланоқ РР (ўзи ичида РМдан ўтган рисклар эвазига) кейинги занжир циклида РМга айланиб қолиши мумкин. Бир занжир циклидан навбатдаги занжир циклига ўтиш жараёнидаги бундай айланишлар “РМ” – “РР” – “РМ” – “РР” кўринишидаги схемага асосланган “сабаб-оқибат-сабаб-оқибат” фалсафий тоифа (категория) бўйича ўзаро боғлиқлик ва таъсир қонуниятини ифодалайди. Демак, бундай қонуният рискларни тарқалиши ҳамда ўзаро таъсири ва боғлиқлигини кўрсатувчи табиий ҳолатдир.

Қатнашчилар ноаниқлик ҳолларининг конкрет шароитларида РМ ва РР ролларини кетма-кет алмаштиришлари мумкинлиги айтилганларни тасдиқлашга асос бўлади.

Юқорида келтирилган рискларни бир вақтнинг ўзида суғурталовчи юқини камайтирилиб бошқаришнинг янги усули бўлиб, муаллиф томонидан унинг тизимли ёндашувига асосланиб таклиф қилинган молия бозори индустрияси сифатини комплекс бошқариш тизимини РМ ва РР фаолияти жараёнига киритилиши хизмат қилиши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, баъзи ҳолларда юқори даромад олиш ҳаракатида йўл қўйилган идрокли рисклар ўринли бўлиши мумкин. Лекин бундай ҳаракат таркибида рискларнинг даражаси юқорилигича қолаверишини ҳар доим эсда тутиш лозим. Яна шуни ҳам билиш керакки, агар қатнашчи риска мойил бўлмаса (яъни ҳаракатларида меъёр доирасида рисксизлилик даражасига риоя қилса), унда олиши мумкин бўлган даромад миқдори ҳам шунга мос равишда камроқ бўлади.

Эслатиш жоизки, агар кимдир рискларнинг турлари ҳамда уларни таснифи ва тавсифи билан, ҳаракатлар рисксизлигини баҳолаш ва оптимизациялаштириш методлари ва моделларига, рискларни пасайтириш ва бошқариш билан боғлиқ амалий кўрсатма ва таклифларга қизиқса, унда муаллиф томонидан чоп этилган тегишли илмий ишларда келтирилган материаллардан фойдаланиши мумкин.

Рискларни критериял баҳолашда келажак ҳодисалар тўғрисидаги информация катта аҳамиятга эга. Бундай информация ҳар доим ўзида маълум бир ноаниқликни мужассамлаштирадики, у асосан бозор ҳодисалари ва иқтисодий субъектларининг хатти-ҳаракатларини олдиндан яққол, аниқ, тўғри ва тўлиқ ифодаб бўлмайди.

Информацияни аниқлиги ва тўғрилиги унинг тўлиқлиги даражаси билан белгиланади.

Информация тўлиқлигининг уч даражасини кўрсатиш мумкин: тўла аниқ (детерминирлашган), стохастик (бўлиши мумкин стохастик аниқ ва стохастик ноаниқ), тўлиқ бўлмаган даражада.

Детерминирлашган (маълум вақт даврида аниқ) информацияга меъёрий (норматив) маълумотлар киради, бошқа турдагиларини (олдиндан берилганларини) эса уларнинг манбасидаги унчалик катта бўлмаган (қониқарли даражада) методик ҳатоликлар эвазига шартли аниқ деб қабул қилиш мумкин.

Стохастик информацияга эҳтимолий тақсимланишли моделларга асосланган ҳисоблашлар тарзда олинган маълумотлар киради. Бундай информация беҳоста (эҳтимолий) содир бўладиган ҳодисалар (жараёнлар) билан белгиланади. Ўз навбатида, стохастик информация икки турда бўлиши мумкин: стохастик-аниқ, стохастик-ноаниқ.

*Стохастик-аниқ* информация – кўрсаткичлар тўғрисидаги информация бўлиб, бу кўрсаткичлар ўтмиш ва келажакда маълум бўлган ўзгариш қонуниятлари (эҳтимолий) билан ифодаланади. Бунда кўрсаткичлар сифатида математик кутилиши ривожланишнинг объектив тенденцияларини ҳисобга олинган ҳолда ифодаланувчи беҳоста (эҳтимолий содир бўлувчи) катталиклар олинади. Кўрсаткичларнинг математик кутилишлардан оғишлари ўтмишдаги тажриба асосида олинган ушбу катталикларнинг тақсимланиш функцияларидан аниқланади. Кўрсаткичларнинг режалаштирилган (лойиҳавий) миқдорлари сифатида бундай кўрсаткичларнинг математик кутилишлари миқдорларини (маълум аниқлик даражаси билан) олиш мумкин.

*Стохастик-ноаниқ* информация – кўрсаткичлар тўғрисидаги информация бўлиб, бу кўрсаткичлар фақат ўтмишда маълум бўлган ўзгариш қонуниятлари (эҳтимолий) билан ифодаланади. Келажакдаги миқдорлари эса ҳозирда номаълум бўлган омиллар ёки конкрет бўлган ҳали қабул қилинмаган қарорларга боғлиқ бўлади. Бунда кўрсаткичларни миқдорий баҳолаш учун катталиклар ўзгаришининг (қониқарли аниқликда) маълум чегаралари доирасида эҳтимолий вариантлар таҳлил қилинади.

Тўлиқ бўлмаган даражадаги информациянинг тўлиқлиги минимал бўлади. Бунда кўрсаткич миқдорлари гипотетик фараз асосида эксперт усули ёрдамида маълум бир диапазонда кўп ёки кам эҳтимолда намоён бўлиши мумкин бўлган ҳодисалар тўплами (қониқарли аниқликда) кўринишида аниқланади.

Молия бозори қатнашчиси учун молиявий инструмент бўйича кўпинча ноаниқ бўладиган кўйидаги информация аҳамиятга эга:

- молиявий инструментни иқтисодий-ҳуқуқий таъминланганлиги асосида базисига эквивалентлиги даражаси;
- ликвидлиги;
- ҳаражатлар;
- рисксизлиги ва натижавийлиги даражаси.

Умуман олганда, информациянинг ноаниқлиги мос равишда рискни келтириб чиқаради.

Рискларни вақт омили бўйича ретроспектив (ўтмишдаги тарихий), жорий вақтдаги ва келажакда содир бўладиган рискларга ажратиш мумкин. Ретроспектив рискларни баҳолаш жорий вақтдаги ва келажакдаги рискларни аниқроқ прогно қилишга ёрдам беради.

Рискларни бошқарилиши бўйича уларни ташқи ва ички бошқаришга ажратиш мумкин. Рискларни ташқи факторларини назорат қилиш ичкисидан мушкулроқ ҳисобланади.

Содир бўлиш омиллари бўйича рисклар табиий (абиоген, биоген), антропоген (техноген, биоген), иқтисодий ва сиёсий бўлиши мумкин.

*Сиёсий рисклар* – сиёсий ҳолатни ўзгарувчанлиги билан белгиланадиган рисклар.

*Иқтисодий (тижорат) рисклари* – иқтисодиётдаги ноҳуш ўзгаришлар билан белгиланадиган рисклар.

Ўз навбатида сиёсий ва иқтисодий рисклар ички ва ташқи бўлиши мумкин.

Қамрови бўйича рисклар қуйидаги турларга ажралади:

- халқаро доирада;
- мамлакат доирасида;
- регионал доирада;
- тармоқ ичида;
- корхона рисклари.

Молия бозори рискларига қуйидагиларни киритиш мумкин: инвестицион риск (8.3 параграфга қаралсин), тизимли риск, тизимсиз риск, селектив риск.

*Тизимли риск* – молия бозорининг қандайдир сегментидаги инқирозли ҳолат билан боғлиқ риск бўлиб, унга инфляциялик, қонунчилик ҳужжатларини ўзгариши, фоиз ставкаси, “буқалар” ва “айиқлар” бозоридаги риск, ҳарбий конфликтлар ва қиради. Бу рискни таҳлили молия бозори сегментларидаги ҳолатнинг ўрганиб (кузатиб) сифатий баҳолаш билан боғлиқ. Лекин унинг натижалари риск даражасини пасайишига таъсир кўрсатмайди. Бу рискни диверсификацияланмайдиган риск ҳам дейилади, инвестицион қарорлар қабул қилинишига боғлиқ эмас.

*Тизимсиз риск* – агрегирлашган тушунча бўлиб, ўзида молия бозори рискларининг барча турларини мужассамлаштиради. Бу риск молия инструментларининг у ёки бу турини конкрет шар-шароитлардан келиб чиқиб танлаш асосида диверсификацияланиши, пасайтирилиши мумкин. Бундай риска қуйидагилар қиради: мамлакатдаги риск, тармоқдаги риск, региондаги риск, инвестициялаш объектлари рисклари (вақт ва қиммати, портфел ва қиммати, тўлов ва клиринг ва қиммати, операцион ва қиммати, етказиб бериш ва қиммати, пул кўчириш ва қиммати, бизнес-риск, молия ва қиммати, корхона ва қиммати, катастрофик ва қиммати, бошқарув ва қиммати, ликвидлилик ва қиммати, кредит ва қиммати, валюта ва қиммати, саноат ва қиммати, конвертацияланувчи ва қиммати, дивиденд тўланмаслиги ва қиммати).

Тизимли ва тизимсиз рисклар мазмунини мавжуд адабиётдан<sup>40</sup> чуқурроқ ўрганиш тавсия этилади.

*Селектив риск* – портфел шакллантирилиши чоғида молиявий инструментларни нотўғри танлаш билан боғлиқ риск.

Рискларни миқдорий ва сифатий таҳлил қилиш мумкин (таҳлил усуллари ва моделлари тегишли адабиётларда кенг ёритилган).

### ***Саволлар***

1. Риск муаммоси қандай тавсифланади?
2. Рискнинг табиати қандай бўлади?
3. Ҳаркатлар рисксизлиги нима?
4. МҚД, РМ ва РР нимани англатади?
5. БР ва ташқи омиллар орасидаги қандай боғлиқлик бор?

<sup>40</sup> Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова.-М.: Финансы и статистика, 1996.-сс.311-319.

6. Рискларни бошқариш қандай моделда ташкиллаштирилади?
7. Информация тўлиқлигининг нечта даражаси бор?
8. Рискларнинг қайси турларини биласиз?

### ***Топшириқлар***

1. Молия бозори рисклари тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **8.2. Биржа рисклари**

Фонд биржасида савдо агентлари дуч келадиган рисклар табиатини идрок қилиш учун биржа аукционлари жараёнини кўриб чиқаиш мақсадга мувофиқ (7.1 ва 7.2 параграфларга қаралсин). Ҳозирда бундай савдо жараёнининг икки тури мавжуд. Биринчисини биржа маклери бошқаради (брокерлар топшириқлари асосида), иккинчиси эса биржавий электрон савдо тизими томонидан автоматик тарзда олиб бориладиган аукцион савдо жараёни (бунда асосан давлатнинг қисқа муддатли облигациялар билан боғлиқ савдолар амалга оширилади).

Биржадаги аукцион савдосининг биринчи туридаги жараённи кўрамиз.

Сотувчи брокер (трейдер) маклериатга маълум бир турдаги, миқдордаги ва нарҳдаги қимматли қоғозларини сотиш тўғрисидаги аризавий топшириғини (талабни) тақдим этади. Савдо жараёнида сотувчининг навбати келгач, маклер бу талабни эълон қилади. Бунда икки ҳолат вужудга келиши мумкин:

1. Бирамасига бир нечта потенциал харидор (сотиб олувчи брокер) мавжуд бўлиши. Бу ҳолатда савдони олиб борувчи маклер токи биргина талабгор харидор қолмагунича нарҳни маълум бир кадамда кўтариб боради;

2. Қачонки талабгор харидор бўлмаса, унда биринчи ҳолатдагисига тескари аукцион бўлиши мумкин. Бунда сотувчининг хоҳишига қараб унинг қимматли қоғозларини нарҳи потенциал харидорни қониқтирадиган миқдоригача пасайтирилиши мумкин. Агар аукционда охириги таклиф қилинган нарҳ ҳеч бир харидорни қониқтирмаса, унда сотувчи қоғозларини савдодан чиқаради.

Ушбу жараёнга диққат қилинса, унда қуйидаги рисклар намоён бўлишини кўриш мумкин.

*Келишилган ноҳалол операциялар бўйича рисклар.* Бир операторга (одатда янги иш бошлаган брокерга) бир вақтнинг ўзида бир нечта (камида иккитаси) бир-бири билан гуруҳга ташкиллашган брокерларга қарши ишлаш анча мушкул бўлади. Бунда бундай гуруҳ бир брокерни арзонроқ сотишга ёки қимматроқ сотиб олишга мажбур қиладиган ҳолатни келтириб чиқариши мумкин. Бунда гуруҳдаги брокерлардан бири бошқаси билан олдиндан келишган тарзда сотувчи ёки харидор операторнинг (брокернинг) савдо жараёнига кўшилишиб, савдони ошиб ёки пасайиб борувчи аукционга айлантиради, натижада операторни арзонроқ сотишга ёки қимматроқ сотиб олишга мажбур қилади. Бундай ўйинни олдиндан пайқаш жуда қийин бўлганлиги сабали, оператор учун аукционда яққол риск вужудга келади. Айтиш керакки, ўйин бошланишидан олдинроқ ташкиллашган гуруҳ брокерлари ўз мақсадларини амалга ошириш учун (операторга нисбатан) олдиндан хубфиявий равишда бир-бирлари билан фиктив битишувлар тузиб оладилар ва савдо жараёнида фиктив (олдиндан келишилган паст ёки юқори) нарҳларда ҳар бир лот бўйича операциялар бажариб, операторнинг навбати келгунча уни чалкаштириб, берадиган нарҳини назорат қилиб борадилар, натижада уни ўз мақсадларига бўйсундирадилар. Агар бунда гуруҳ брокерлари оператордан акцияларни пастроқ нарҳда сотиб олмоқчи бўлсалар, унда бозорда сунъий равишда “штиль” (сокинлик) ҳолатини (яъни, харидорлар камёблигини) ҳосил қиладилар. Агар ўз

акцияларини операторга қимматроққа сотмоқчи бўлсалар – бозорда сунъий “фаоллик” ҳолатини содир қиладилар.

Ташкиллашган гуруҳ фаолиятдан кўриниб турибдики, гуруҳ брокерлари ўзаро олдиндан фиктив битишувлар тузиб, биржада *ёлгон* (фиктив битишувга асосланган) *операциялар амалга ошириши* рискин келтириб чиқардилар. Бу риск эса натижада оператор зиммасига ўтди.

Яна шуни ҳам сезиш мумкинки, гуруҳ брокерлари бир вақтнинг ўзида бозордаги нархлар бўйича манипуляция қилдилар, натижада *бозорни манипуляция қилиши* риски вужудга келди.

Ташкиллашган гуруҳ ҳаракатларининг барчасидан, ўз навбатида, барча бошқа биржа катнашчилари учун *ёлгон информация* риски ҳам келиб чиқишини пайқаш қийин эмас.

Юқорида кўрсатилган биржа савдосида учраши мумкин бўлган рисклардан ташқари унда (бозорнинг ҳисоб-китоб ва депозитарий тизимлари яхши ривожланмаган бўлса) клиринг ва қимматли қоғозлар билан боғлиқ ҳисоб-китоблар жараёнида вужудга келувчи рисклар ҳам мавжуд бўлиши мумкин. Бундай рискларга (уларнинг келиб чиқиш манбаларига қараб) куйидагиларни киритиш мумкин.

*Ликвидлик риси* (ингл, *liquidity risk*) – қимматли қоғозлар сифатини баҳолашдаги ўзгариши туфайли уларни сотиш чоғида пайдо бўлувчи йўқотишлар билан боғлиқ риск. Хусусий ҳолда, бу риск савдодан кейин харидор ёки сотувчи томонидан тўлов мажбуриятини вақтинчалик бажармаслиги туфайли ҳам вужудга келиши мумкин.

*Етказиб берилиши риси* – савдо содир бўлганидан кейин сотувчидаги қимматли қоғозларни харидорга ўз вақтида етказиб бермаслик риси.

*Операцион риск* – савдо вақтида компьютер тизимидаги носозликлар ёки биржа персонали ишини паст сифати эвазига содир бўладиган йўқотишлар билан боғлиқ риск.

*Клиринг риси* – савдо вақтида клиринг тизимидаги камчиликлар ва ҳисоб-китоб технологиясини бузиш эвазига содир бўладиган йўқотишлар билан боғлиқ риск.

*Қоплаш бўйича зарар кўриши риси* (ингл, *replacement cost risk*) – учинчи шахслар олдидаги мажбуриятларни савдо жараёнида сотувчига тегишли пул маблағларни ололмаганлиги эвазига қоплай олмаслик риси.

*Қарзнинг асосий суммасини йўқотиши риси* (ингл, *principal risk*) – савдо натижаси бўйича бир вақтнинг ўзида сотилган қимматли қоғозлар бўйича пул тўлови ва уларни харидорга етказиб берилмаслик эвазига содир бўлувчи йўқотишлар билан боғлиқ риск. Бундай риск сотувчининг тўлов қобилиятини йўқотиши ҳолатида рўй бериши мумкин. Бу риск “тўлов натижасига кўра етказиш” тамойили асосида йўқотилиши мумкин.

#### **Саволлар**

1. Аукцион рисклари қандай тавсифланади?
2. Электрон савдо рисклари қандай тавсифланади?
3. Операцион ва сохта битишув рисклари нима?
4. Бозорда манипуляция риси нимани англатади?
5. Қайси рискларни бартараф қилиш мумкин?

#### **Топшириқлар**

1. Биржа рисклари тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **8.3. Инвестицион жараёндаги риск омили**

Умуман олганда, молия бозорларида кечадиган инвестицион жараён бир-бири билан боғлиқ бўлган беш босқични ўз ичига олади<sup>41</sup>: 1) инвестицион сиёсатни танлаш; 2) молия бозорини тахлиш қилиш; 3) инвестициялар портфелини шакллантириш (селективлик, операциялар вақтини танлаш, диверсификациялаш масалаларини ечиш билан боғлиқ); 4) инвестициялар портфелини қайта кўриб чиқиш (1-3 босқичларни қайтариш); 5) инвестициялар портфели самарадорлигини (эффektivлигини) баҳолаш. Инвестицион жараёни бошқариш деганда ундаги барча босқичлар натижалари сифатини доимо кузатиб ва коррективровка қилиб бориш асосида босқичларни узлуксиз қайтариб бориш жараёнини тушуниш мумкин. Бу жараёнлардаги барча ишлар рискларга мойил бўлганлиги сабабли, улардаги мавжуд бўлган риск омилини ўрганиш муҳим аҳамиятга эга<sup>42</sup>. Бунда I-VII боблардаги ва 8.1 параграфдаги маълумотлар ҳамда 8.2 параграфда кўрилган фонд биржасидаги фаолият (ҳаракатлар) доирасидаги рисклар ушбу рискларни ўрганишда фойдали.

Молиявий ресурсларни инвестиция қилиш жараёни кўп жихатдан қимор рулеткасида ўйнашни эслатади. Инвесторлар у ёки бу инвестиция объектларини танлаб, ўз маблағларини рулеткадагига ўхшаш ўйинга тикадилар (ўз ставкаларини қиладилар). Бунда инвесторларни ставка қилишлари чоғида мавжуд ноаниқликка қарамасдан фақат эҳтимолий ютуқ миқдорига эга бўлиш мумкинлиги истаги етаклайди. Ютуқ эҳтимоли қанчалик кам бўлса, ютиб олиш шунчалик қийин кечади, демак, омадсизлик даражаси ҳам юқори бўлади. Шундай қилиб, ўйинда муваффақият эҳтимоли амалга оширилаётган операциянинг рисклилик характеристикаси бўлиб чиқади, ўйинга тикилган капитал бўйича натижа (ютуқ ёки омадсизлик) эса риск учун ёки ютуқ имкониятларини камайгани (ёмон ҳолда омадсизлик) учун тўланган ҳақ сифатида намоён бўлади.

Қимматли қоғозлар бозори бўйича инвестицион жараёндаги риск омилини (“риск баҳосини”) аниқлашда, одатда, кафолатланган ноль рискли маълум даврларда белгиланган даромадлар келтирувчи давлат қимматли қоғозлари ҳамда маълум улушда (даражада) рискли қимматли қоғозлар (даромади олдиндан ҳисобланиб топилиши қийин) ҳисобга олинади. “Риск баҳосини” қуйидагича ҳисоблаб топиш мумкин:

$$cp = \frac{дрцб - дгцб}{со} \quad (8.3.1)$$

бунда:  $cp$  – риск баҳоси;  $дрцб$  – рискли қимматли қоғозлар бўйича даромад;  $дгцб$  – давлат қимматли қоғозлари бўйича даромад;  $со$  – рискли қимматли қоғозлар бўйича даромадни ўртача даромаддан ўртача оғиши (фарқи).

Юқорида айтилганларга асосан, инвестицион жараёндаги риск омилини тушуниш учун қуйидаги саволлар ва уларга мос жавобларни ҳамда тегишли фикр-мулоҳаза ва хулосаларни кўриш ўринли.

*Инвестицион рискни пасайтириш йўли билан даромадни ошириш мумкинми?* Инвестициялар ишончлилигини оширишнинг кенг тарқалган усулларида бири – инвестицион қўйилмаларни диверсификациялашдир. Унинг афзалликларини қуйидаги мисолда кўриш мумкин.

Фараз қилайлик, бир тармоқда фаолият юритувчи “А” ва “Б” компаниялар акциялари мавжуд. Бу компанияларнинг акциялари курслари қарама-қарши йўналишларда ўзгариб боради, яъни компания “А” акциялари курси 10 долларга ортади, компания “Б” акциялари курси эса 5 долларга

<sup>41</sup> Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: Инфра М, 1999.-с.10-14.

<sup>42</sup> Инвестиционно-финансовый портфель (Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового менеджера. Книга фондового посредника)./Отв.ред. Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И.-М.: СОМИНТЭК, 1993.-752 с.

пасайиб боради ва аксинча ўзгариш тенденциясини кузатиш мумкин. Бунда акциялар курсларининг у ёки бу томонга қараб ўзгариши тенг эҳтимолий характерга эга. Бундай компаниялар сифатида, масалан, бир-бирлари билан доимо яхна ичимликлар бозорида рақобатда бўлувчи “Кока-кола” ва “Пепси-кола” компанияларни мисол бўла олади. Бу компанияларнинг исталган бирини акцияларига қилинган инвестициялар 50 фоиз зарар кўриш эҳтимоли билан ўртача 2,5 доллар миқдорида (акциялар курсини ҳам ўсиши, ҳам пасайиши эҳтимоли билан) даромад ( $0,5 \times \$10 - 0,5 \times \$5$ ) келтиради. Ҳар иккала компания акцияларини сотиб олиш эса бир акцияга қафолатланган 2,5 доллар миқдорида ( $(\$10 - \$5)/2$ ) даромад келтиради (фаразимиз асосида), яъни бу дегани, ўша бир хил даромадни (2,5 долларли) таъминлаган ҳолада рискни тўлиқ бартараф қилиниши имконини беради.

Кўрилган компаниялар мисоли асосида қуйидаги икки муҳим хулоса келиб чиқади:

- инвестицион фаолиятни самарали юритиш учун инвестицион қўйилмаларни диверсификациялашга етарли бўлган капитал зарур. Акс ҳолда (маблағ етарли бўлмаса), молия бозорларида инвестицион фаолият юритишни кўп сонли майда инвесторлар маблағларини жамлаб рационал инвестицион портфел тузувчи ва бошқарувчи ихтисослашган компанияларга (масалан инвестиция фондлари ёки траст компания ёки инвестицион банкларга) топшириш мақсадга мувофиқ;

- конкрет бир қимматли қоғознинг риск даражасини бошқа қимматли қоғозларга нисбатан аниқлаш мақсадга мувофиқ (8.3.1 формулага қаралсин), яхшиси – фонд бозорининг риск даражасига нисбатан, яъни ушбу қоғознинг рисклилиги кўрсаткичини фонд бозори рисклилиги кўрсаткичига бўлинмаси кўринишида. Амалиётда бунинг учун ушбу қимматли қоғоз бўйича капиталнинг бир миқдорида келтирилиладиган даромад ва фонд бозоридаги барча қимматли қоғозлар бўйича инвестицион қўйилмалар бирлигига бўлган ўртача даромад орасидаги статистик боғлиқлик даражасини баҳолаш методлари қўлланилади. Агар рискнинг нисбий баҳоси бирдан катта бўлса, демак, унда қимматли қоғознинг ушбу тури умуман фонд бозорига нисбатан солиштирилганда юқори рисклилиги билан характерланади. Бунинг акси ҳам бўлиб чиқиши мумкин.

Рискнинг нисбий баҳоси кўрсаткичлари бўйича молия бозорларини таҳлил қилишда кенг қўлланиладиган капитал активларнинг нархий модели (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*)<sup>43</sup> қурилади (4.7 параграфга қаралсин).

Турли компаниялар бўйича рискнинг нисбий баҳоси кўрсаткичлари хорижий мамлакатларнинг молиявий нашрларида мунтазам чоп этилиб борилади. Шу сабабли, математик ва статистик аппаратни (методлар ва моделларни) эгалламаган оддий инвестор ҳам ихтисослашган молия (инвестиция) институтлари ёрдамига мурожаат қилмасдан мустақил равишда турли фирмалар бўйича риск омилидан тозаланган даромад кўрсаткичларини солиштиришлари ва инвестиция объектини танлаб олишлари мумкин.

Инвестор томонидан инвестицион стратегияларни шакллантирилиши чоғида унинг индивидуал жиҳатлари, социал мавқеи ва инвестицион жамғармалари ҳажми ҳам катта аҳамиятга эга. Бу белгилар бўйича инвесторларни ҳаракатлари (стратегияси) рисклилиги даражаси характерига монанд қуйидаги турларга ажратиш мумкин (5.1 ва 5.2 параграфларга қаралсин): консерватив, меъёрли агрессив, агрессив, тажрибали, ихтидорли яхши спекулятив ўйинчиларга. Уларнинг ҳар бири ўзига ҳос инвестицион тамойиллари, тажрибалари, мақсадлари, усуллари ва стратегияларига эга.

<sup>43</sup> Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: Инфра М, 1999.-с.с.258-288.; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Секьюритетика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-бб.24-41, 244-309.



*Консерватив инвесторлар:* бундай инвесторларнинг асосий мақсад-вазифаси – ишончли инвестицион қўйилмалар, мавжуд рискларни минималлаштириш. Уларни асосан юқори сифатли облигациялар ва имтиёзли акциялар қизиқтиради. Бундай инвесторларга мисол қилиб нуфузли репутацияга эга бўлган давлат ташкилотлари ва компанияларини кўрсатиш мумкин.

*Меъёрли агрессив инвесторлар:* бундай инвесторлар рискка кўпроқ мойил бўлиб, унинг даражасини чегаралшни афзал кўрадилар. Уларнинг мақсад-вазифаси – ўз инвестициялари бўйича бир вақтнинг ўзида инвестицияларини ҳимоялаш ва ҳавфсизлигини таъминлаш ҳамда улардан юқори даромадлилик даражасига эришиш. Уларнинг инвестицион портфелларига юқори ва ўрта сифатли қимматли қоғозлар киради.

*Агрессив инвесторлар:* бундай инвесторлар рискка нисбатан анча лояль бўлиб, ўз инвестицион портфелларини юқори даромадли келажакда курслари ўсиши мумкин бўлган юқори рискли ўрта ва паст сифатли қимматли қоғозлардан (асосан тез ўсувчи тармоқлар акцияларидан) шакллантиради.

*Тажрибали инвесторлар:* бундай инвесторлар инвестицион фаолиятида бой тажрибага эга бўлиб, фонд бозори конъюнктурасини прогноз қилишни яхши биладилар ва амалга оширадилар. Шунинг учун улар ўз инвестицион фаолиятида объектив рискли қимматли қоғозларга инвестиция қилишсалар ҳам улардан юқори ликвидликка ва барқарор даромадга эришадилар.

*Ихтидорли яхши спекулятив ўйинчилар:* бундай инвесторлар максимал манфаат олиш йўлида ўз капиталларини ҳам сарфлашга доим тайёр бўладилар, ўз инвестицион портфелларини спекулятив паст сифатли, курслари тез ўзгарувчан қимматли қоғозлардан шакллантирадилар. Бунда улар миллий валютанинг курс ўзгаришларида ўйнашни маъқул кўрадилар.

#### **Саволлар**

1. Инвестицион жараён ва уни бошқаришнинг мазмуни нимадан иборат?
2. Нима учун инвестиция қилишни рулетка билан солиштирилади?
3. Инвестиция рискини пасайтириш ва даромадни ошириш мумкинми?
4. Қайси белгилар бўйича инвесторларни ҳаракатлари (стратегияси) рисклилиги даражаси характерига монанд турларга ажратиш мумкин?

#### **Топшириқлар**

1. Инвестиция рисклари тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **8.4. Инвестицион портфеллар**

Инвестициялар портфели – маълум бир мақсадли инвестицион сиёсат асосида шакллантирилган молиявий инструментлар тўплами. Портфеллар жамғарма ва капитални жамлаш воситаси сифатида намоён бўлади.

Инвестициялар портфелининг асосий мақсади – инвесторлар маблағини молиявий инструментларга (қимматли қоғозларга) йўналтириш асосида режалаштирилган даромадни паст (юқори) рискларда олиш.

Портфелнинг мазмуни – бир тўпламга жамланган қимматли қоғозлар бўйича инвестор учун қулай ва зарурий инвестицион шароитларни яхшилаш бўлиб, унда бу тўпламдаги қоғозларда инвесторнинг инвестицион сиёсати мақсад-вазифаси доирасида яратилган ушбу шароитлар талабларига жавоб берувчи инвестицион ҳоссалар шакллантирилади. Бундай ҳоссаларни алоҳида олинган бир турдаги қимматли қоғоз доирасида таъминлаб бўлмайди, фақат уларнинг комбинациясидагина шакллантирилиши мумкин.

Умуман олганда, портфелни шакллантириш, таҳлил ва мониторинг қилиш ҳамда оптималлаштириш асосида таркибини қайта кўриб чиқиш жараёнида унинг талаб қилинган параметрларига мос келадиган янги инвестицион сифати хоссасига эришилади. Бунда бу жараённи умуман олганда портфелни бошқариш деб тушуниш мумкин. Инвестициялар портфели шундай инструментки, унинг самарали бошқарилиши асосида инвесторни талаби доирасида қониқарли даромаднинг барқарор миқдори минимал рисклар даражасида таъминланиши мумкин.

Инвестициялар портфели бўйича олинadига даромадни портфел таркибига кирган маълум даражада рискли молиявий инструментлар тўпламидан шаклландувчи ялпи даромад дейилади. Шу муносабат билан ҳар қандай портфелда даромад ва риск ўртасидаги миқдорий мувофиқлиги муаммоси вужудга келади. Бу муаммо портфелни самарали бошқариш эвазига ҳал қилинади. Айтиш жоизки, бу муаммони ечиш учун лозим бўлган умумий схемани тез топиш мумкин бўлсада, лекин уни охиригача тўлиқ ечимига келиш мумкин эмас.

Молиявий инструментларнинг инвестицион сифатига қараб, турли таркибдаги портфелларни шакллантириш мумкин. Портфел бўйича инвесторни қизиқтирган даромад ва инвестор учун қабул қилиниши мумкин бўлган риск ўртасидаги баланс даражасига қараб, портфел турини аниқлаш мумкин.

Демак, *портфел тури* – даромад ва риск нисбатига асосланган портфел характеристикаси. Портфелни турларга таснифлашда муҳим белги қилиб ундан қайси усул ва қандай манба бўйича даромад олинганлиги олинади, яъни курс баҳосини ўсиши ёки дивидендлар, фоиз даромадларнинг жорий тўловларими (8.4.1 расмга қаралсин).



8.4.1 расмда қуйидагилар назарда тутилган. *Ўсувчан портфел* курс баҳосини ўсиши ва дивидендлар олиш билан боғлиқ бўлади. *Агрессив ўсувчан* портфелнинг капитал баҳосини ўсиши. Лекин, бундан кичик миқдори кичик миқдорларда бўлади. Портфелга кирувчи акциялар тўплами (пакетлари) курс баҳосини ўсишига қараб, ушбу гуруҳни ташкил қилувчи портфеллар тури белгиланган.

Расм. 8.4.1. Лапомад манбаси бўйича портфел таснифи  
*Агрессив ўсувчан портфел* капитални максимал ўсишига қаратилган бўлиб, унга асосан ёш, тез ўсувчан, юқори рискли, лекин шу билан бирга юқори даромадлар келтирувчи компаниялар акциялари кирилади.

*Консерватив ўсувчан портфел* паст рискли бўлиб, ўз таркибини асосан йирик, танилган компаниялар акциялари билан шакллантиради. Бунда акциялар курс баҳоси барқарор суръатлар билан ўсувчан бўлади. Портфел таркиби узоқ муддат давомида барқарор бўлиб қолиб, ўзидаги капитални сақлаб қолишга қаратилган.

*Ўртача ўсувчан портфел* агрессив ва консерватив портфелларнинг омухташи бўлиб, унга узоқ муддатга олинган ишончили молиявий инструментлар билан бирга таркиби тез (даврий) янгиланиб боровчи рискли инструментлар ҳам киради. Бунда ўртача ўсиш ва қониқарли риск даражаси кафолатланади. Портфелнинг ишончилиги даражаси курс баҳоси консерватив ўсувчан инструментлар ҳисобига таъминланади, даромадлиги эса – курс баҳоси агрессив ўсувчан инструментлар эвазига таъминланади. Бундай турдаги портфеллар амалиётда кенг тарқалган бўлиб, юқори рискка мойил бўлмаган инвесторлар томнидан кўп қўлланилади.

*Даромад портфели* фоизлар ва дивидендлар кўринишидаги юқори жорий тўловлар олишга қаратилган бўлиб, асосан курс баҳоси камроқ ўсувчан, лекин меъёр даражасида рискли ва юқори даромад тўловли корпоратив қимматли қоғозлардан таркиб топади. Бундай портфелни тузишдан мақсад – консерватив инвестор учун маъқул бўлган минимал риск даражасига мос келувчи маълум бир даромад миқдорини олиш. Шунинг учун будай портфелларнинг инвестицион объекти бўлиб, юқори ишончли фонд инструментлари (барқарор тўланадидан фоиз даромалари ва курс баҳосининг баланд нисбатига эгалари) ҳисобланади.

*Мунтазам даромадли портфел* рискнинг минимал даражасида ўртача даромад келтирувчи юқори ишончли инструментлардан таркиб топади.

*Даромадли инструментлардан иборат портфел* рискнинг ўртача даражасида юқори даромад келтирувчи қимматли қоғозлар ва юқори даромадли корпорациялар облигацияларидан таркиб топади.

*Ўсувчан ва даромад портфел* фонд инструменларининг курс баҳосини тушиб кетиши ва кичрайиб кетадиган фоиз ва дивиденд тўловлари сабабли фонд бозорида мумкин бўлган йўқотишларни олдини олиш учун шакллантирилади. Портфелга кирган молиявий активларнинг бир қисми инвесторга капитал баҳосини ўсиши бўйича, иккинчи қисми эса даромадни ортишини таъминлайди. Бунда активларнинг бир қисми бўйича йўқотишлар иккинчисини кўтарилиши ҳисобига қопланади.

*Иккала манбага йўналган портфел* ўз эгасига инвестиция қилган капитали бўйича юқори даромад келтирувчи активлардан таркиб топади. Ушбу ҳолда иккал манбага йўналган инвестиция фондлари қимматли қоғозлари ҳақида фикр юритилмоқда бўлиб, улар ўзларининг икки турдаги акцияларини чиқаради: биринчиси – юқори даромад келтирувчилари, иккинчиси – капитал курс баҳоси ўсишини таъминлайди. Бундай портфелнинг характеристикалари ушбу фондлар акцияларини кўп миқдоридан таркиб топиши билан белгиланади.

*Баланслаштирилган портфел* ўзида на фақат даромадларни, балки рискларни ҳам ўзаро баланслаштирилганини назарда тутади. Баланслаштирилган портфеллар маълум пропорцияда курс баҳоси ўсувчи ва юқори даромадли қимматли қоғозлардан таркиб топади. Портфеллар таркибига бозор конъюнктурасига қараб юқори рискли қимматли қоғозлар ҳам киритилади, лекин улар одатда оддий ва имтиёзли акциялар ҳамда облигациялардан шакллантирилади.

Агар портфеллар турини инвестор учун маъқул бўлган рисклар даражаси бўйича таснифланса, унда портфеллар тури тўрт хил бўлиши мумкин: консерватив, меъёрли-агрессив, агрессив и нораціонал. Демак, инвесторнинг ҳар бир турига унга мос бўлган портфел тури тўғри келади: юқори даражада ишончли, лекин паст даромадли; диверсификацияланган; рискли, лекин юқори даромадли, тизимсиз (8.4.1 жадвалга қаралсин).

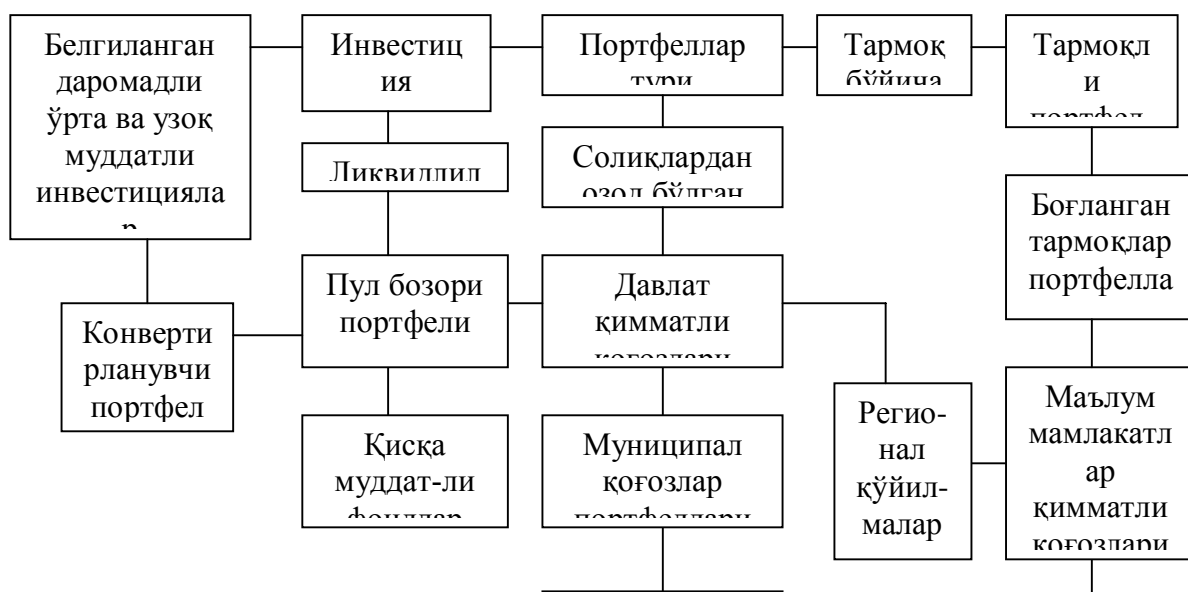
Жадвал 8.4.1. Инвестор тури ва портфел тури ўртасидаги боғлиқлик

Инвестор тури	Инвестиция мақсади	Риск даражаси	Қимматли қоғоз тури	Портфел тури
Консерватив	Инфляция-дан ҳимоя	Паст	Давлат қимматли қоғозлари, йирик эмитентлар акциялари ва облига-циялари	Юқори ишончли, лекин паст даромадли
Меъёрли-агрессив	Узок муддатга капитал қўйиш ва унинг ўсиши	Ўртача	Кичик улушда давлат қимматли қоғозлари, катта улушда йирик ва ўртача, лекин бозор тарихига эга ишончли эмитентлар қоғозлари	Диверсификацияланган
Агрессив	Спекулятив ўйин, қўйилган маблағларни тез ўсиши имкони	Юқори	Унчалик катта бўлмаган эмитентларнинг юқори даромадли қоғозлари, венчур компаниялар ва ҳ.к. қоғозлари.	Рискли, лекин юқори даромадли
Норационал	Аниқ мақсадлар йўқ	Паст	Ихтиёрий равишда танлаб олинган қимматли қоғозлар	Тизимсиз

Портфелларни таснифлашда уларнинг тузилмасини ташкил этувчи белгилар сифатида қуйида келтирилган инвестицион сифат кўрсаткичлари асосида портфел таркибида турли инвестицион активлар бўлиши мумкин (8.4.2 расмга қаралсин).

*Ликвидлилик* портфелнинг инвестицион сифати тариқасида портфелни тез вақтда баҳоси йўқотилмасдан пул маблағларига айлантирилишини англатади. Пул бозори портфели энг ликвид ҳисобланади.

*Пул бозори портфели* – асосий мақсади капитални тўлиқ сақлаб қолишга йўналтирилган портфеллар тури бўлиб, унинг таркибига кўпроқ пул маблағлари ва тез сотиладиган активлар кирилади.



Такидлаш жоизки, “қимматли қоғозлар” билан ишлашнинг асосий қоидаларидан бири қуйидагини ифодалайди: “қимматли қоғозларга барча маблағларни қўйиш мумкин эмас, балки келажакда беҳоста тўсатдан вужудга келувчи инвестицион масалаларни ечиш учун бўш маблағлар захирасига эга бўлиш лозим”. Ушбу қоида “қимматли қоғозлар билан ишлашнинг олтин қоидаси” деб юритилади. Бундай масалаларни ечишда маълум ҳаражатлар мавжуд бўлиб, уларнинг миқдори фоиз ставкасига боғлиқ бўлади ва портфелнинг барқарорлигини ҳаражатлар бўйича таъминлайди.

*Қисқа муддатли фондлар портфеллари* ҳам юқори ликвидлик даражасига эга бўлиб, улар таркибига пул бозорида муомалада бўлувчи қисқа муддатли қимматли қоғозлар киради. Бундай портфеллар қисқа муддатли давлат (жумладан муниципал) қоғозларидан ташкил топган бўлса, унда улар солиқлардан озод қилинган ҳисобланади. Шуниси қизиқки, давлат қисқа муддатли купонсиз қоғозлари портфели ўсиш портфели ҳисобланади, чунки улар бўйича даромад курс тафовути бўйича ҳосил бўлади.

Инвестиция қилиш мақсадига боғлиқ ҳолда портфеллар таркиби конвертирланувчи қоғозлардан (конвертирланувчи: облигациялар имтиёзли акциялардан) иборат бўлса, унда бундай портфеллар мос равишда конвертирланувчи портфеллар дейилади. Фаол ҳисобланган “буқалар” бозорида бундай таркиб қўшимча даромад олиш имконини беради. Бундай турдаги портфелларга белгиланган даромадли ўрта ва узоқ муддатли инвестициялар портфеллари ҳам киради.

Портфелга нисбатан риск омили – маълум портфел-инвестицион жараён билан боғлиқ бўлган нетто пул оқимининг ўзгарувчанлиги.

Портфелдаги қимматли қоғозлар баҳосининг ўзгаришига олиб келувчи қуйидаги уч сабабни кўрсатиш мумкин:

1. Эмитентнинг кредит баҳоси ва ундан куталадиган қайтим нормаси яхшиланади ёки ёмонлашади.

2. Агар бозор параметрлари (кутилаётган қайтим нормаси ва кредит баҳо) ўзгармас қолса, лекин облигациялар бўйича мажбуриятлар ижроси муддати яқинлашса, унда қоғозлар (агар уларнинг нарҳлари рағбат ёки дисконта доирасида бўлса) нарҳи ўзгариб туради (ёки юқорига сакрайди ёки пастга тушади).

3. Кутилаётган қайтим нормаси ўзгаради, бу эса ўзгармас купонли инструментлар нарҳини коррективга қилишга олиб келади.

Айтиш жоизки, 8.4.2 расмда келтирилган бошқа портфел турлари уларга кирган инвестицион активларнинг ва уларни эмитентлари турлари, ҳосса ва хусусиятлари ҳамда инвесторларга берадиган қонуний ҳуқуқ ва имкониятлар билан белгиланади.

Юқорида келтирилган портфеллар турлари мазмунидан уларни сифат нуқтаи назаридан шакллантиришнинг тамойилларини идрок қилиш қийин эмас.

### ***Саволлар***

1. Қимматли қоғозлар портфели нима?
2. Портфелларни қандай турларини биласиз?

### **Топшириқлар**

1. Портфеллар тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **8.5. Инвестицион портфелни шакллантириш асослари**

Портфелли инвесторлар ўз портфелларини шакллантиришда олдиндан эҳтимолий равишда маълум рисклар даражасида режалаштирилган даромад миқдорини олиш мақсадни кўзлайдилар (8.4 параграфга қаралсин). Бунда улар ўз маблағларини жойлаштириш чоғида қуйидаги ишларни амалга оширадilar:

- инвестициялар портфелини шакллантириш учун керакли инвестицион активларни (объектларни) танлаш;

- ҳар бир молиявий инструментга (қимматли қоғозга) йўналтири-ладиган пул маблағлари ҳажмини аниқлаш;

- молия бозорини таҳлил қилиш ва портфелни шакллантириш стратегиясини белгилаш.

Портфелни шакллантириш – қимматли қоғозлар бозори ҳолатига ҳолис таъсирчан бўлган активлар гуруҳини танлаш жараёни. Бунда портфел инвесторлар қуйидаги асосий тамойилларга риоя қиладilar:

- қимматли қоғозлар бозорининг ҳозирги (жорий вақтдаги) ҳолатини аниқ белгилашдан қочиб, портфел ҳажмини аниқлашда узоқ муддатли истиқболни кўзлаш;

- активларнинг йирик пакетларини шакллантиришда (портфелга тўплашда) портфелли инвесторнинг фаолиятини қимматли қоғозлар бозорига таъсир кўрсатишини назарда тутиш;

- сиёсий, иқтисодий ва молиявий информацияга эга бўлишлик муваффақиятнинг асосий омили.

8.4 параграфда инвестициялар портфелларини сифати баҳоси нуқтаи назаридан (миқдорий бўлмаган баҳоси) шакллантириш учун ёрдам берадиган тамойилларни (яъни, сифатий жиҳатларга таянувчиларини) кўриб чиқдик. Портфелни шакллантириш чоғида муаммонинг сифат белгилардан кам аҳамияли бўлмаган миқдорий томонларини кўриш мақсадга мувофиқ. Шу муносабат билан портфелларнинг миқдорий сифати нуқтаи назаридан инвестор учун қуйидаги савол ўринли: “Портфелда неча дона қимматли қоғоз бўлиши зарур?”

Инвестицион таҳлил назарияси таъкидлайдики, оддий диверсификациялашнинг асоси бўлган “туҳумларни бир саватга қўйманг” тамойили инвестицион маблағларни тармоқлар ва компаниялар ўрасида самарали тақсимланиши тамойилидан ҳеч қанча ёмон эмас. Бундан ташқари, портфелдаги активлар сонини саккиздан ортиғи портфел рискини сезиларли пасайтиради. Риск даражасини максимал камайтириш мумкин, агар портфелга 10-15 оралиғидаги сони киритилган бўлса. Портфел таркибини бундан орттириш мақсадга мувофиқ эмас (чунки инвесторлар учун қийинчилик тўғдирувчи ортиқча диверсификация эффекти вужудга келади, яъни портфелни бошқариш жуда мураккаблашиб кетади, таҳлил ва жорий мониторинг ҳаражатлари ортади, самарали инвестицион қарор қабул қилиш қийинлашади).

Портфелни шакллантиришда қуйидаги ишлар кетма-кетлиги бажарилади:

1. Куйидагилар таҳлил қилиниб дастлабки мониторинги ўтказилади (тўлиқ мониторинг тартиби 8.6-чи параграфда кенгроқ келтирилган):

- қимматли қоғозлар бозори, унинг сегментлари ва индикаторлари;
- эмитентларнинг молиявий-иқтисодий кўрсаткичлари;
- қимматли қоғозларнинг инвестицион сифат кўрсаткичлари.

2. Дастлабки мониторинг (таҳлилий кузатиш) натижалари асосида қўйилган инвестицион мақсадга (масалан, юқори даромад олиш) мос келувчи портфелнинг бошланғич таркиби учун кам деганда акциялар ва облигация-ларнинг икки пакетини белгилаб олиш.

3. Режалаштирилган инвестицион маблағларни танлаб олинган пакетларга инвестицион мақсадга эришишни таъминловчи диверсификация тамойили асосида тақсимлаш. Бунинг учун куйида келтирилган мисолдан фойдаланиш мумкин.

Фараз қилайлик, бозорда икки фирманинг акциялар ва ёки облигациялари мавжуд. Фирмалардан бир (Фирма 1) қуёш нуридан ҳимояловчи кўзойнаклар ишлаб чиқаради, иккинчиси (Фирма 2) эса ёмғирдан сақловчи соябонлар чиқаради. Пул маблағларининг тенг иккига бўлиб, ҳар бир фирма акциялари/облигацияларига мутаносиб миқдорларда йўналтириш мумкин. 8.5.1 жадвалда амалга оширилган операциялар натижалари келтирилган.

*Жадвал 8.5.1. Портфелни диверсификациялаш натижалари*

Табиат шароитлари	Фирма 1 акциялари бўйича даромад нормаси, %, $E_0$	Фирма 2 акциялари бўйича даромад нормаси, %, $E_3$	Портфел бўйича даромад нормаси $E_{\Pi}=0,5E_0+0,5E_3$
Ёмғирли	0	20	10
Нормал	10	10	10
Қуёшли	20	0	10

Кўриниб турибдики (8.5.1 жадвал), турли товар чиқарувчи фирмалар акцияларидан (облигацияларидан) иборат портфел барқарор ижобий натижа олишни таъминлайди.

4. Дивидендлар, белгиланган фоизлар, курс тафовути кўринишида олинган даромад кўрсаткичи бўйича портфелни узлуксиз таҳлил қилиш йўли билан биринчи бандда (пунктда) келтирилган ишни қайтариш.

Келтирилган мисол асосида куйидаги кўрсаткичларни ҳисоблаб топиш мумкин.

1) Бутун портфелнинг даромад нормаси:

$$R_{\Pi} = D_1P_1 + D_2P_2 + \dots + D_nP_n, \quad (8.5.1)$$

бунда:  $P_1, P_2, P_n$  – алоҳида активлар даромадлиги нормалари;  $D_1, D_2, D_n$  – портфелдаги активларнинг улуши.

2) Портфелдан қайтим нормаси:

$$R_p = \frac{MV_1 - MV_0 + D}{MV_0} \quad (8.5.2)$$

бунда:  $R_p$  – ҳисобот даврида портфелдан қайтим нормаси;  $MV_1$  – баҳолашнинг охириги даврида портфелнинг бозор баҳоси;  $MV_0$  – баҳолашнинг бошланғич даврида портфелнинг бозор баҳоси;  $D$  – инвесторга баҳолаш даврида тўланган даромад тўловлари.

Ушбу формула соддалашган бўлиб, унда куйидаги камчиликларни ҳисобга олиш лозим:

- портфелни молиялаштириш баҳоси (нархи) йўқ;

- даромад тўловлари моменти ва уларни молиялаштириш баҳосига таъсири ҳисобга олинмаган;
- ҳисоб даври вақтида молиявий иштирок суммасини ошириш (ёки пасайтириш) имконияти йўқ.

3) Қайтимнинг ўртача арифметик нормаси  $R_a$  :

$$R_A = \frac{R_{P1} + R_{P2} + \dots + R_{PN}}{N} \quad (8.5.3)$$

бунда:  $R_{pk} - k (k=1, \dots, N)$  кичик вақтдаги портфел ҳисобига эришилган қайтим нормаси;  $N$  – баҳолаш давридаги кичик (оралиқ) вақтлар сони.

4) Портфелдан келувчи тушумлар миқдори:

$$P_p = P_r - L_u + P_u - C_c \quad (8.5.4)$$

бунда:  $P_p$  – портфелдан олинган фойда;  $P_r$  – амалга оширилган (реализация қилинган) фойда;  $L_u$  – амалга ошмаган йўқотиш;  $P_u$  – амалга ошмаган фойда;  $C_c$  – позицияни молиялаштириш баҳоси.

Инвестицион портфел ҳаражатларини аниқлаш, баҳолаш ва камайтириш қуйидаги ишларни ўз ичига олади:

- 1) Портфелнинг мониторингини ўтказиш.
- 2) Портфел параметрларини 8.5.1-8.5.4 формулалар ёрдамида ҳисоблаш.
- 3) Портфел ҳаражатларини кўрсатувчи портфел параметрлари бўйича фарқларни аниқлаш.

Бунда трансакцион ҳаражатларни ўзгармас деб ҳисоблаш мумкин.

Ҳаражатларни ҳисобга олган ҳолда портфел учун акциялар ва облигацияларни танлаш бўйича қуйидаги ишларни бажариш лозим.

Қимматли қоғозларни танлашда битишувлар (операциялар) тузилма-сини таклиф ва уни ўзгариши нисбати билан солиштириш, битишувлар ва таклифлар тузилмалари ўртасидаги нисбатнинг ўзгаришини аниқлаш лозим.

Битишувлар тузилмаси ва таклифлар тузилмаси қимматли қоғозлар-нинг қуйидаги гуруҳлари бўйича тадқиқ қилинади: акциялар, облигациялар, сертификатлар, деривативлар (кўпинча опционлар).

Акциялар ва облигациялар гуруҳида эмитентларнинг тармоқ гуруҳлари ажратиб олинади: биржала, савдо уйлари ва савдо компаниялари, инвестиция компаниялари ва фондлари, банклар, ишлаб чиқариш компаниялари ва ҳ.к.

Инвесторлар мойиллиги инвестицион мойиллик коэффициенти ( $ИМК=A/B$ ) ёрдамида баҳоланади. Бунда:  $A$  – ойлик битишувлар тузилма-сида қимматли қоғозларнинг мазкур гуруҳи улуши;  $B$  – сотувга бўлган таклифларнинг ойлик тузилмасидаги қимматли қоғозларнинг мазкур гуруҳи улуши.

Инвесторлар мойиллигини ўзгариши инвестицион мойилликлар коэффицентлари индекси ёрдамида баҳоланади. Бу индекс турли вақт давлари ИМКларининг нисбатини ифодалайди.

Статистик информацион база сифатида савдо тизимларидаги қимматли қоғозлар (сертификатлардан ташқари) бўйича савдо натижалари танлаб олинади. Бу эса икки омилдан келиб чиқади: мазкур савдо тизимларининг таклифлари тузилмаси кўпроқ репрезентатив бўлади, савдолар натижаси эса эҳтимолий ва рекламий битишувлар билан камроқ юкланган. Опционлар ва сертификатлар бўйича биржадан ташқари бозор савдолари натижаларини ҳисобга олиш мумкин.

Инвесторнинг у ёки бу қимматли қоғозни танлашга мойиллигини аниқлашда ва қоғозлар мониторингини ўтказишда 8.5.1-8.5.4 формулалардан фойдаланиш мумкин. Портфел амалиётида бета коэффицентини ҳам қўллаш мумкин (тегишли адабиётларда кенг ёритилган).



### **Саволлар**

1. Портфелни шакллантириш деганда нима тушунилади ва унга қандай ишлар тартиби киради?
2. Портфелни шакллантиришда қандай тамойилларга риоя қилинади?
3. Портфел таркибига нечта актив Кириши мақсадга мувофиқ?
4. Портфелни шакллантиришда қандай кўрсаткичлар ҳисобланади?
5. Портфелни шакллантиришда қандай ишлар бажарилади?

### **Топшириқлар**

1. Инвестицион портфелни шакллантириш методикасини амалий масалада қўлланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **8.6. Инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш асослари**

Таъкидлаш жоизки, портфелнинг баҳолаш, мониторингини ўткази, оптималлаштириш, умуман олганда бошқариш – профессионаллар фаолиятидир, яхши тузилган портфел эса – маҳсус товар бўлиб, тўлалигича (менежер ўзи зиммасига портфелни бошқариш меҳнатини олганида) ёки қисман (портфелда ҳар бир инвестор учун улушлар) сотилиши мумкин. Ҳар қандай товар тарикасида маълум инвестицион ҳоссаларга эга бўлган портфел фонд бозорида талаб қилиниши мумкин.

Ҳар қандай инвестор ўз портфелини инвестицион стратегиясига мос равишда бозор ҳолатига қараб, қимматли қоғозлар билан ишлашнинг олтин қоидасига асосан (8.4 параграфга қаралсин) 3-5 йилда бир мартадан кам бўлмаган даврда “чангини қоқади” (яъни таркибининг маълум қисмини инвестицион мақсадига мос равишда янгилайди, таркибини қайта кўриб чиқади). Эслатиш жоизки, ҳаддан ташқари катта (таркиби 15 турдаги қимматли қоғозлардан ортик бўлган, ортқча диверсификацияланган) портфелни бошқаришда унинг даромадлилик даражасини ошиши суръати кетадиган ҳаражатлар миқдоридан унчалик кўп ўсмайди. Бундаги ҳаражатларни 8.5.1-8.5.4 формулалар ёрдамида баҳолаш мумкин.

Портфелни баҳолаш қуйидаги тартибда амалга оширилиши мумкин.

Бозор нарҳини (баҳосини) аниқлаш (*fixing*):

- биржа нарҳларини (ёпилиши бўйича);
- биржадан ташқари бозор операторларининг нарҳларини;
- бозор аниматорлари (маркет-мейкерлар) ёки брокерларнинг нарҳлари:
  - минимум 5 манбадан;
  - оддий ўртачалари;
  - ўртача квотирланиб вазнлаштирилганлари.

Портфелларни бошқаришда уларни мониторингини ўтказиш катта аҳамиятга эга. Уни ўтказишнинг тартиби қуйидагилардан иборат:

1. Профессионал институт (бошқарувчи) билан мониторинг ўтказиш тўғрисида шартнома тузиш.

Портфелни актив (фаол) бошқариш бўйича мониторинг шартномаси катта ҳаражатли бўлиб, портфелни бошқарувчи ҳисобидан таҳлилий шакллантириб бошқаришни ўз ичига олади. Бошқарувчининг комиссия рағбат пули миқдори портфелдар олинадиган даромаднинг маълум фоизини ташкил этади. Бундай хизмат тури «*Investment portfolio management treaty*», ёки *портфелни бошқариш тўғрисидаги шартнома (контракт)* деб юритилади.

Портфелни пассив бошқариш бўйича мониторинг шартномаси ўз ичига мижоз топшириғига асосан ва ҳисобидан портфелни таҳлилий шакллантириб бошқаришни олади. Бошқарувчи ўз хизмати учун комиссия рағбат пулини мижоз билан келишилган миқдорида олади. Бундай хизмат турини «Private banking», ёки ишончли бошқариш (траст) деб юритилади.

2. Узлуксиз таҳлилни куйидагилар бўйича амалга ошириш:

- фонд бозорини, унинг сегментларини ва ривожланиш тенденцияларини;
- эмитентларнинг молиявий-иқтисодий кўрсаткичларини;
- қимматли қоғозларнинг инвестицион сифатларини.

Мониторингнинг мақсади – қабул қилинган портфел турига мос келувчи инвестицион хоссали қимматли қоғозларни танлаш.

Мониторинг – портфелни актив ва пассив кузатиш, таҳлил қилиш ва шакллантириб бошқаришнинг асоси, инвестицион даромадларни прогноз қилиш, қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларни жадаллаштириш.

8.6.1 расмда мониторинг схемаси келтирилган бўлиб, унга асосан актив ва пассив мониторинг таркиблари кўрсатилган.



1. Қимматли қоғозлардан олинадиган даромадга диверсификация-лашган портфелнинг барқарорлашти] Расм. 8.6.1. Инвестицион сифатни баҳолаш

2. Портфелни иложи борича ўз имкониятларингиздан келиб чиққан ҳолда шакллантиринг.  
 3. Энг самарали (эффektiv) портфел ҳам диверсификацияланмаган рискни ҳисобга олмайди.  
 Глобал иқтисодий ҳодисалар ривожини олдинроқ башорат қилишни эплаш керак.

4. Сизни қизиқтирган қимматли қоғозларни танлашда *мониторингни* қўллаш лозим. Чунки бу кўп жихатдан пул маблағларини инвестиция қилишда муваффақиятни кафолатлайди.

8.4-чи параграфда келтирилган сабаблар ўлароқ рискларни бошқаришнинг қуйидаги техникасини қўллаш мумкин:

1. Рискни четлаб ўтиш, яъни фоиз нормаларига таъсирчан инструментларни портфел таркибига киритишдан воз кечиш. Масалан, *LIBOR* нормасигача индексланган облигацияларга инвестиция қилиш йўли билан ёки қисқа муддатли облигацияларга инвестиция қилиш орқали.

2. Рискни чегаралаш. Инструментларнинг таъсирчанлик ҳолатини бозор сигналларига қараб чегаралаш.

3. Рискни ўзганинг зиммасига ўтказиш (суғурталаш йўли билан).

Фонд бозорининг тез ўзгарувчанлиги ва турли омилларга таъсирчанлиги сабабли портфелни бошқаришда уни оптималлаштириш катта аҳамиятга эга. Портфел тузилмасини яхшиилад бўйича ликвидлилик, даромадлилик ва риск даражаси ўртасидаги чегарани топишда оптималлаштириш қўлланилади. Ҳозирда портфелни оптималлаштириш учун турли моделлар қўлланилади, масалан, Марковитц, Шарп, Блек-Шоулс, АРТ ва бошқалари<sup>44</sup>.

Оптимал портфелни танлаш кетма-кетлиги қуйидагилар:

- 1) Портфелни оптималлаштириш бўйича мониторинг тўғрисида шартнома тузиш.
- 2) Мониторинг ўтказиш.
- 3) Оптималлаштириш моделини танлаш.
- 4) Портфелни бошқариш бўйича қарор қабул қилиш мақсадида мониторинг натижалари бўйича портфел таркибини оптималлаштириш.

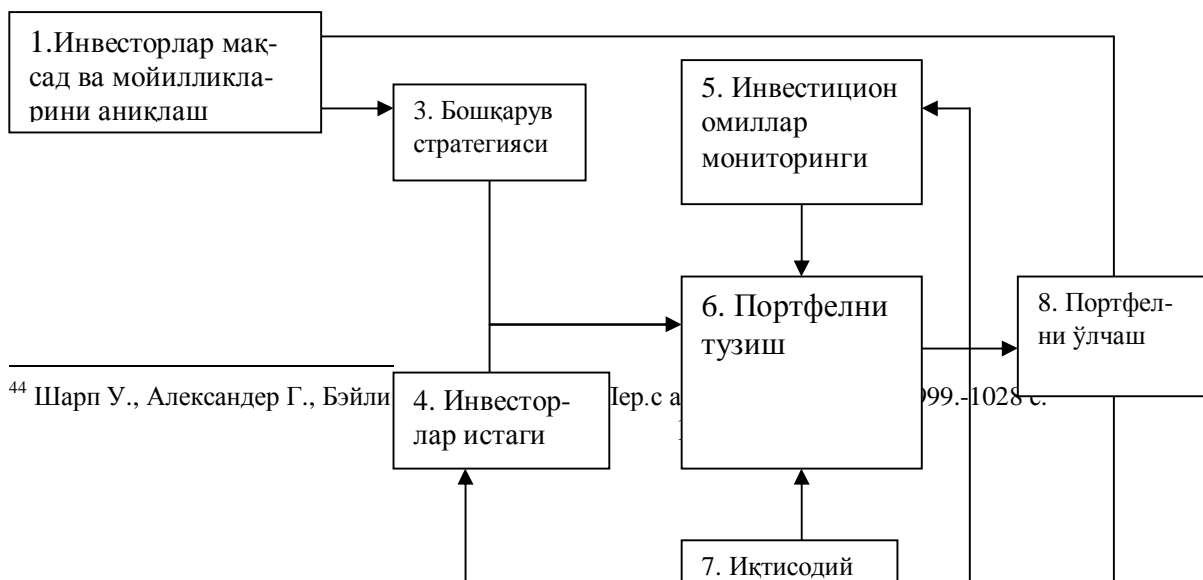
5) 8.5.1-8.5.4 формулалар ёрдамида портфелни қайта кўриб чиқиш (“Чангини қоқиш”, керакли қисмини янгилаш).

6) Янгиланган портфелни қайта мониторингини ўтказиш ва бошқатдан (янгидан) оптималлаштириш (портфелни бошқариш бўйича навбатдаги қарорни қабул қилиш).

7) Мониторинг шартномаси муддатининг тугаши билан ҳисобот тайёрлаб тақдим этиш.

Портфелни оптималлаштириш ва бошқариш бўйича қарор қабул қилиш турли қимматли қоғозлар тўплами бўйича параметрларнинг талаб даражасида самарали операциялар бажаришга олиб келади. Бунда портфел таркибидаги қимматли қоғозлар инфляцияга боғлиқ бўлмаган ҳолда ўзларининг баҳосини сақлаб қолиши, сезиларли даромад келтириши лозим.

Агар портфелни бошқариш моделини жараён сифатида кўрилса, унда уни қуйидаги схемада ифодалаш мумкин (8.6.2-чи расм).



<sup>44</sup> Шарп У., Александер Г., Бэйли

Схемада беш таркибий қисмни ажратиб кўрсатиш мумкин:

1. Инвестиция мақсадлари, инвесторлар мойиллиги, яъни бошқариш стратегиясининг детерминантлари (1 ва 3 блоклар).
2. Қимматли қоғозларнинг турли хиллари даромади даражасини тасвирлаш (2 ва 4 блоклар).
3. Танлаб олинган воситаларни оптимал бирлигини шакллантириш учун тасвирлар ва инвестицион мақсадларни интеграциялаш (блок 6).
4. Портфел таркибини ўзгаришига олиб келувчи омилларни доимий ўрганиш ва таҳлил қилиб бориш (5 ва 7 блоклар).
5. Портфел параметрларини рискка нисбатан 8.5.1-8.5.4 формулалар ёрдамида баҳолаш (ўлчаш).

### ***Саволлар***

1. Портфелни бошқариш деганда нима тушунилади?
2. Портфелни баҳолаш қандай амалга оширилади?
3. Портфел мониторинги қандай амалга оширилади?
4. Портфел рисклари қандай бошқарилади?
5. Оптимал портфел қандай танланади?
6. Портфелни бошқари схемаси қандай бўлади?

### ***Топшириқлар***

1. Инвестицион портфелни бошқариш методикасини амалий масалада қўлланг.
2. Портфелни оптималлаштириш моделларини ўзлаштиринг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

## **IX-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИНИ МУВОФИҚЛАШТИРИШ ВА НАЗОРАТ ҚИЛИШ АСОСЛАРИ**

### **9.1. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш концепциялари**

#### ***9.1.1. Тартиблаштириш тушунчаси, мақсади ва вазифаси***

Умуман олганда, *бозорни тартиблаштириш тушунчаси* кенг маънода бўлиб, бозорнинг функционал ва операцион таркибларини уйғунликдаги фаолиятини, ундаги барча қатнашчиларнинг бозор товари билан боғлиқ иқтисодий-ҳуқуқий, ижтимоий, сиёсий муносабатларини тизимли тарзда самарали ривожлантириш мақсадида ваколатли ташкилотлар томонидан ўрнатилган аниқ меъёрлар мажмуасига мос равишда мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг тартибли жараёнини англатади.

Ушбу умумий таърифдан келиб чиқиб, молия бозорини тартиблаш-тириш тушунчаси маъносини қуйидагича ифодалаш мумкин. *Молия бозорини тартиблаштириш* – унинг функционал ва операцион таркиб-ларини уйғунликдаги фаолиятини, ундаги барча қатнашчиларнинг молиявий инструментлар билан боғлиқ барча муносабатларини тизимли тарзда самарали ривожлантириш мақсадида давлат томонидан ваколат берилган органлар томонидан ўрнатилган унга оид меъёрлар мажмуасига мос равишда мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг тартибли жараёнини.

Молия бозорини тартиблаштириш тушунчасига мос равишда, *қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириши* – унинг функционал ва операцион таркибларини уйғунликдаги фаолиятини, ундаги барча қатнашчиларнинг қимматли қоғозлар билан боғлиқ барча муносабатларини тизимли тарзда самарали ривожлантириш мақсадида ваколатли давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи органлар томонидан ўрнатилган унга оид меъёрлар мажмуасига мос равишда мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг тартибли жараёнини. Ваколатли давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштириш институтлари ушбу бобнинг 9.2 параграфида ёритилган.

Дунёнинг барча мамлакатларида давлатнинг молиявий-иқтисодий сиёсатини (инвестицияларни жалб қилиш, модернизациялаш ва индустриал ривожлантириш негизда барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида) самарали юритилиши учун молия бозори давлат томонидан тартиблаштиришнинг алоҳида мукамал ташкиллашган объекти сифатида намоён бўлади (I-чи ва V-чи бобларга қаралсин), уни мувофиқлаштириш ва назорат қилишда давлат зиммасига катта ваколат, мақсад, вазифалар ва функциялар юклатилади.

Молия бозорини давлат томонидан тартиблаштириш – молия бозори-нинг ривожланиш тенденцияларини макромолиявий даражада, ундаги унинг қатнашчилари фаолиятини эса микромолиявий даражада мамлакатда ўрнализган қонунчилик меъёрлари доирасида белгиланган тартибда мувофиқлаштириш ва назорат қилиш жараёни. Бу жараёнга давлат ўзининг танлаб олган ривожланиш модели ва тамойиллари, ундаги мақсад ва вазифаларига мос равишда меъерий тартиблаштирувчи таъсир кўрсатиш асосида давлатнинг молиявий-иқтисодий сиёсатини амалга оширади.

Давлатнинг бундай таъсири ўз ичига ҳуқуқий, иқтисодий, административ, ижтимоий, инфорацион, техник ва ҳ.к. усулларнинг кенг диверсификациялашган мажмуини олади.

Давлат томонидан шакллантирилган ва узлуксиз ривожлантирилиб бориладиган молия бозорини тартиблаштириш тизими молия соҳасида давлат сиёсатининг асосий инструменти ҳисобланади.

Давлатнинг молия бозорини тартиблаштириш жараёнидаги ишти-рокини муҳим хусусияти унда давлат бир вақтнинг ўзида қуйидаги мақсадли стратегик ролларни бажариши билан белгиланади: молия бозорининг бош регулятори; эмитент; инвестор; молия бозорида молиявий муносабатларни ташкиллаштирувчи ва ривожлантирувчи, давлат молиявий-иқтисодий сиёсатини амалга оширувчи профессионал институт.

Бунда давлатнинг мақсадлари миллий манфаатлар билан белгиланади.

Давлатнинг бош мақсади – молия бозорини тизимли равишда самарали тартиблаштириш асосида миллий манфаатларни комплекс таъминлаш. Бунда давлат молия бозори орқали:

- иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни, реал секторни модернизациялашни ва индустриал ривожлантиришни, умуман барқарор иқтисодий ўсишни таъминлайди;
- давлатнинг молиявий-иқтисодий (монетар, фискал) сиёсатини амалга оширади;
- молия тизимининг ҳавфсизлиги ва рақобатбардошлигини таъминлайди;
- молиявий глобаллашув жараёнларини ривожлантиради.

Стратегик нуқтаи назаридан санаб ўтилган мақсадларга эришиш миллий манфаатларга қаратилган бўлганлиги учун молия бозорини тартибли ривожлантириш на фақат ваколатли давлат органларининг, балки молия бозорининг бошқа барча қатнашчиларини ҳам муҳим вазифасидир. Шу сабабли молия бозорини давлат томонидан тартиблаштиришнинг бош амалий мақсади – миллий бозорга нисбатан барча қатнашчиларнинг, бунда кўп жиҳатдан инвесторларнинг ишончини таъминлашдан иборатдир.

Молия бозорини юқорида таъкидлаб кўрсатилган тартиблаштириш жараёнида давлатнинг бош вазифаси – миллий манфаат ва миллий ғоя доирасида молия бозори фаолиятининг юқори самарали механизмини яратиш ва унга бозорнинг барча қатнашчилари томонидан сўзсиз бевосита риоя қилиниши асосида ривожланишини таъминлашдан иборатдир. Асосий вазифаси - инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминлаш; бозорларнинг адолатлилиги, самарадорлилиги ва шаффофлилигини қонунчилик билан белгиланган тартибда, усулларда ва шаклларда таъминлаш; рискларни самарали бошқарилишини таъминлаш.

Таъкидлаш жоизки, фақат юқорида келтирилган молия бозорининг тартиблаштириш миллий (давлат) тизимини мақсад ва вазифалари ваколатли давлат органлари ва молия бозори қатнашчилари томонидан самарали бажарилганидагина молия бозори ўзининг иқтисодийдаги вазифаларини, функцияларини ва ролини 1.1 параграфда кўрсатилган тарзда кўнгилдагидек тўлиқ бажара олади.

Юқорида айтилганлар қимматли қоғозлар бўйича комиссияларнинг Халқаро ташкилоти (*International Organization of Securities Comissions - IOSCO*) томонидан 1998 йил сентябр ойида қабул қилинган “қимматли қоғозлар соҳасида тартиблаштириш мақсадлари ва тамойиллари” номли базавий ҳужжатида келтирилган мақсадлар билан умуман олганда ҳамоҳанг. Хусусан, ушбу ҳужжат билан қуйидаги ўрнатилган: “тартиблаштириш хўжа-ликларда капиталларни шаклланишига ва иқтисодий ўсишга кўмаклашиши зарур”, бунинг асосида қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштиришнинг уч мақсади қўйилган:

1. Инвесторларни ҳимоялаш (манипуляция, товламачилик ва инсайдерлик ҳоллардан).
2. Бозорларнинг адолатлилиги, самарадорлилиги ва шаффофлилиги (бозорда қатнашчилар тенглиги, информацияга тенг ва кенг эга бўлиш).
3. Тизимли рискни пасайтириш (қимматли қоғозлар индустриясида рискларни самарали бошқариш).

Молия бозорини тартиблаштириш тизими – узлуксиз динамик ривожланиб боровчи, фаолияти иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган, алоҳида функционал ва институционал таркибларга эга бўлган, миллий молия тизими фаолиятини миллий манфаатлар, мақсадлар ва қонунлар доирасида меъёрлаб ривожлантирувчи мураккаб мажмуавий тузилма. Бу тузилма молия бозори фаолиятини меъёрлаб ривожлантирувчи мураккаб тизим сифатида ўз ичига бир-бири билан ўзаро молиявий бозор муносабатлари бўйича узвий боғланган кўплаб қисм ва элементларни олади. Унинг асосий таркибий қисмларидан бўлиб давлат қонунлари ва уларнинг ижросига молия бозорининг барча қатнашчилари томонидан риоя қилинишини назорат қилиб боровчи ваколатли институтлар ҳисобланади. Давлат қонунлари билан молия бозорини молиявий инструментлар билан боғлиқ барча операция ва муносабатларни ташкил этилиши ва амалга оширилишининг умумий концепция ва тамойиллари ўрнатилади.

Давлат қонунлари доирасида молия бозори ривожланиши тенденцияларидаги жорий даврда ва келажакда турли мумкин бўлган ўзгаришларни олдиндан кзда тутиш қийинлиги сабабли, молия бозорини тартиблаштириш миллий тизимининг узилмас қисмларидан бўлиб тегишли қонуности ҳужжатлар мажмуаси ҳисобланади. Бу мажмуа ўз ичига молия бозорини тартиблаштиришга оид қуйидаги ҳужжатлар тўпламини олади: муассасалараро мажбурий бўлган меъерий ҳужжатлар (низомлар, инструкциялар, тартиб-қоидалар, стандартлар), ҳукумат қарорлари ва фармойишлари ва х.к.

Ваколатли тартиблаштирувчи институтлар қонун ва қонуности ҳужжатларни амалиётга жорий қилиб молия бозори томонидан уларга риоя қилинишини таъминлайди. Бу ҳужжатларнинг ишлаши чоғида ваколатли институтларнинг вазифаси қонунбузарликларни аниқлаш,

профилактикасини олиб бориш, ўрнатилган меъёрлар доирасида текширувлар ўтказиш, улардан оғишларни аниқлаб белгиланган тартибда чоралар кўриш.

Шундай қилиб, айтиш мумкинки, ҳар қандай, энг самарали бўлган ҳам миллий тартиблаштириш тизими жорий ва келажак даврларда идеал мукамаллик даражаси талабларига жавоб бера олмаслиги ва мос равишда тартиблаштириш механизмига жорий ўзгартириш ва қўшимчалар киритилиши ҳолатлари мавжуд бўлганлиги сабабли, уларни шартли равишда фақат маълум бир вақт даврида молия бозори талабларига нисбатан жавоб берувчи самарали деб қабул қилиш мумкин. Бундай ҳолат тартиблаштириш тизими институтларига ва молия бозорининг бошқа қатнашчиларига ҳам таъсир кўрсатмасдан қолмайди.

### **9.1.2. Молия бозорини тартиблаштириш миллий тизимлари таснифи, шакллари ва усуллари**

Молия бозорини тартиблаштириш миллий тизимлари (жумладан, унсурлари) таснифи бўйича турли ёндашувлар мавжуд.

Молия бозори *сегментлари* бўйича тартиблаштириш уларда муомалада бўлувчи молиявий инструментлар билан боғлиқ операция ва муносабатларни мувофиқлаштириш ва назорат қилишга қаратилган бўлиши мумкин. Масалан, банк инструментлари сегментини тартиблаштириш элементи, суғурта инструментлари сегментини тартиблаштириш унсури, қимматли қоғозлар бозорини (сегментини) тартиблаштириш элементи, валюта сегментини тартиблаштириш унсури. Бу унсурларнинг барчаси биргаликда қўшилиб, уйғунликда бир бутун миллий тартиблаштириш тизимини ташкил қилади.

*Фаолият турлари* бўйича тартиблаштириш молия бозорининг қатнашчилари операцияларини (эмиссион, инвестицион, профессионал молиявий институтлар, савдони ташкиллаштиришни) мувофиқлаштириш ва назорат қилиш билан боғлиқ бўлиши мумкин.

*Ташкилий тузилиши* бўйича тартиблаштириш кўп поғонали мураккаб мувофиқлаштириш ва назорат қилиш тизими кўринишида бўлиши мумкин. Масалан, бир-бири билан боғлиқ тартиблаштиришнинг халқаро, миллий, регионаллараро, регионал ва муниципал поғоналари.

Тартиблаштириш *институтлари* бўйича – давлат органлари (Молия вазирлиги ва Марказий банк), ваколатли давлат муассасаси, квази-ҳукумат ташкилоти (умумиллий макрорегулятор), давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилотлар билан биргаликда бўлган, алоҳида макрорегулятордан иборат тизим томонидан тартиблаштирилувчи тизимлар.

Тартиблаштириш *усуллари* бўйича – функционал, институционал, административ, индикатив, ўзини ўзи тартиблаштириш, макрорегулятив (9.5 параграфга қаралсин) ва гибрид (аралаш) усулларига асосланган тизимлар.

Тартиблаштиришнинг миллий тизимини ташкиллаштиришда қабул қилинган *ёндашувлари* бўйича – ҳукумат томонидан тўғридан тўғри тартиблаштириш (масалан, Ирландия, Нидерланды, Португалия), молия ва банк тизимларини регуляторлари бўлмиш органлар томонидан тартиблаштириш (масалан, Бельгия, Дания, Япония, Қозоғистон), махсус тузилган ваколатли давлат ташкилоти томонидан тартиблаштириш (масалан, АҚШ, Буюк Британия, Италия, Франция, Испания, Россия), аралаш тизимлар.

Тартиблаштириш *қўлами* (ҳажмининг кенглиги ва чуқурлиги) бўйича – молиявий глобал (халқаро, мета, планетар), макромолиявий ва микромолиявий даражада тартиблаштириш.

Тартиблаштириш *индикаторлари* бўйича – мета-, макро-, микроиндикаторларнинг чегаравий (критик) миқдорлари (энг паст ва энг баланд) даражалари доираси ичида (3.1 ва 3.2 параграфларга қаралсин).

Тартиблаштириш *инфратузилмавий таркиблари* бўйича – функционал ва институционал таркибларини уйғунликда (1.1, 1.2, 1.7 параграфларга қаралсин) тартиблаштириш тизими.

Тартиблаштириш *функциялари* бўйича – у ёки бу даражада молиявий глобал (халқаро, мета, планетар), макроиктисодий, микроиктисодий, қонунчилик, инфратузилмавий, индустриал, техник (бозорнинг сифат ва миқдорий параметрларининг оптимал даражасини ушлаб туриш) функцияларга асосланган тартиблаштириш тизимлари.

Молия бозорига *таъсир кўрсатиши* бўйича – умумиктисодий даражадаги билвосита (кредит-пул, бюджет-солиқ, ижтимоий, валюта, хусусийлаштириш ва ҳ.к. сиёсатлар негизида) ва бевосита (административ) таъсир кўрсатишга асосланган тартиблаштириш тизими.

Манфатларни *ҳимояланиши* бўйича – давлат манфаатларига, йирик (стратегик) инвесторлар манфаатига, миноритар (майда) инвесторлар манфаатларига, аралаш манфаатларга қаратилган тартиблаштириш тизимлари.

Иқтисодий тузум *шакли (моделли)* бўйича – очик ва ёпиқ иқтисодиёт моделларига асосланган тартиблаштириш тизимлари.

Тартиблаштириш *тузилмасининг ташкил этилиши* бўйича – фақат давлат регуляторларининг иштирокига, давлатнинг кўпроқ ва ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотларнинг камроқ иштирокига, давлатнинг камроқ ва ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотларнинг кўпроқ иштирокига асосланган тизимлар.

Тартиблаштириш *мақсадлари* бўйича – давлат, нодавлат ва бошқа турли мулк шаклидаги юридик шахслар, жисмоний шахслар (асосан инвесторлар) фаолияти (операциялари) ва функцияларини молия бозори қатнашчилари сифатида уйғунликда (интеграллашган ҳолда, тарзда) тартиблаштириш тизими.

Тартиблаштириш *моделлари* бўйича – мумтоз (англо-саксон), континентал (асосан германча), японча-корейсча, исломий (Индонезия, Малайзия, Покистон ва ҳ.к.), аралаш моделларга (3.3 ва 3.4 параграфларга қаралсин) асосланган тартиблаштириш тизимлари.

Қимматли қоғозлар бозорида давлат ва бозорнинг бошқа қатнашчиларининг манфаатлари макродаражада кўпдан бир-бирлари билан мос келсада, лекин индивидуал ҳолларда фарқланиши мумкин. Шунинг учун кўпчилик мамлакатларда фонд бозорини тартиблаштиришда ваколатли давлат органи ва ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар ўртасида жавобгарлик ажратилиб, лекин биргаликдаги тартиблаштириш механизми қўлланилади. Бунда давлат барибир устувор мавқега эга бўлиб қолади. Бу механизм амалиётда кўпроқ самара бериб келмоқда.

Молия бозорини давлат томонидан тартиблаштириш шакллари икки катта гуруҳга ажратиш мумкин:

- тўғридан тўғри ёки административ тартиблаштириш;
- билвосита ёки иқтисодий тартиблаштириш.

Масалан, қимматли қоғозлар бозорининг давлат бошқаруви:

- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари фаолиятига мажбурий талабларни белгилаш;

- эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилувраини (аввал рўйхатдан ўтказилган чиқарилувларнинг параметрларига қўшимчалар ва ўзгартириш-лар), қимматли қоғозлар эмиссия рисоласини рўйхатдан ўтказиш, ҳамда эмитентларнинг уларда назарда тутилган шартлар ва мажбуриятларга риоя қилишлари устидан назоратни амалга ошириш;

- қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозлар тўғрисидаги ахборот эмитентлар ва қимматли қоғозлар бозори қатнашчилари томонидан маълум қилинишини таъминлаш;



- мутахассисларни аттестациялаш, профессионал иштирокчилар фаолиятини лицензиялаш ва назорат қилиш;

- инвесторлар ҳамда қимматли қоғозлар бозорининг бошқа иштирокчилари берган шикоятларни кўриб чиқиш ва қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари бажариши мажбурий бўлган хулосалар чиқариш, кўрсатмалар бериш;

- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда қимматли қоғозлар бозорининг қатнашчилари фаолияти устидан назорат қилиш йўли билан амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар бозорини давлат томонидан тартибга солиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан амалга оширилади.

Молия бозорини иқтисодий тартиблаштириш давлат томонидан қуйидаги иқтисодий ричаглар ва капиталлар ёрдамида амалга оширилади:

- солиққа тортиш тизими (солиқлар тури ва ставкалари, улар бўйича имтиёзлар);
- кредит-пул сиёсати;
- давлат капиталлари (давлат бюджетит, бюджетдан ташқари фондлар, молиявий ресурслар ва х.к.);
- давлат мулки ва ресурслари (давлат компаниялари, табиий ресурслар ва ерлар).

Ваколатли давлат тартиблаштириш органлари томонидан уйғунликда тартиблаштиришнинг функционал ва институционал усуллари амалга оширилади.

Институционал усул молия институтларининг мавқеи ва молиявий ҳолатини ҳамда молиявий фаолиятини бошқариш сифатини мувофиқлаш-тиради. Бунда молиявий институтларга нисбатан иқтисодий талаблар қўйилади, актив ва пассивлари тузилмаси мувофиқлаштирилади, иқтисодий ночорликка олиб келиши мумкин бўлган рискли операцияларда иштирок этиши чекланади ёки маън этилади.

Институционал тартиблаштириш усули банклар ва суғурта ташкилот-лари ҳамда инвестиция институтлари ва эмитентлар фаолиятини тартиблаш-тиришнинг асоси ҳисобланади.

Тартиблаштиришнинг функционал усули молиявий инструментлар билан боғлиқ операцияларни содир этилиши учун тегишли тартиб-қоидалар, стандартлар, этик меъёрларни ўрнатади. Этик нормаларни асосан ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар амалиётга киритади.

### ***9.1.3. Молия бозорларини тартиблаштириш концепциялари***

Ҳозирда молия бозорларини тартиблаштириш билан боғлиқ бир нечта концепциялар мавжуд бўлиб, уларнинг юзага келиши сабаби бозорлар тарихида бўлиб ўтган кризислар ва уларга таъсир этувчи омиллар характери билан белгилади (1.1 ва 1.4 параграфларга қаралсин). Бошқача қилиб айтилса, омиллар таъсири остида молия бозорларида бўлиб ўтган, ҳозирда баъзи мамлакатлар бозорида у ёки бу даражадаги шаклларда кечаётган ва келажакда вужудга келиши ҳавфи мавжуд бўлган кризислар ҳамда турли рисклар (8.1-8.3 параграфларга қаралсин) мос равишда молия бозорларини тартиблаштиришга оид маълум концепциялар тизимини ва уларнинг негизида 9.1.4 параграфчада келтирилган тамойилларни объектив илгари сурди. Ҳозирда молия бозорларини тартиблаштиришда муҳим аҳамиятга эга бўлган баъзи концепцияларни келтириш мақсадга мувофиқ. Масалан, уларнинг қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин<sup>45</sup>:

1. Инвесторларни ҳимоялашга асосланган тартиблаштириш концепция. Унга мувофиқ, инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминлаш молия бозори

<sup>45</sup> Ушбу концепцияларнинг биринчи тўрттаси тўғрисида кенгрок маълумот олиш учун қуйидаги адабиётга мурожаат қилиш мумкин: А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.16-36. Қолган учта концепция муаллифнинг тадқиқотлари махсули.

тартиблаштириш тизимининг энг муҳим, бирламчи, устувор вазифаси ҳисобланади. Бунинг учун молия бозорида инвесторларнинг инвестицион фаолияти жараёнидаги ҳақ-ҳуқуқлари давлат томонидан ҳар томонлама қонуний кафолатланиши ва уларни бу жараёнга жалб қилиниши қўллаб-қувватланиши ва рағбатланти-рилиши зарур, уларнинг инвестицион мавқеи бошқа қатнашчиларникига қараганда салмоқли ва барча қатнашчиларга нисбатан талаблари устувор бўлиши лозим. Умуман олганда, молия бозори инвесторда тўлиқ ҳимоялан-ганлик ҳисини ва фаолликка зарурий шарт-шароитлар яратилишини таъминлаши керак.

2. Бор бўлган (мавжуд) фактлар бўйича текширишга асосланган тартиблаштириш концепция. Унга мувофиқ, биринчи концепцияда келтирилганларни ва инвесторларни турли рисклардан (8.1-8.3 параграфларга қаралсин) сақланишини таъминлаш борасида ваколатли давлат тартиблаштириш органлари томонидан махсус қонуний меъёрлар ўрнатилган. Инвесторлар ҳимояси мавжуд ҳуқуқий тизимларда қимматли қоғозларни муомалага чиқарилишини “мавжуд фактлар бўйича текшириш”, “мовий осмон қонуни” шаклида намоён бўлган. Айтиш жоизки, бу тушунча мазмунан бир хил маънони англаувчи турлича шаклларда ифодаланиши мумкин, масалан, “асосий стандартлар тўплами”, “дискрецион ваколатлар”, “эмиссияланувчи қимматли қоғозлар сифатини регулятив стандартларга мос келиши”. Бундай қонуний шакллар инвесторларни молиявий инструмент-ларни сотиб олиш (сотиш) бўйича ҳар турли рисклардан ҳимоялашга хизмат қилади.

3. Информацияни мажбурий очиб беришга, умуман транспарентли-ликка (информацион шаффофликка) асосланган тартиблаштириш концепция. Унга асосан молия бозорининг барча қатнашчиларининг ҳар қандай фаолияти ва натижалари ошкора қилиниши зарур.

4. “Кенг иштирокли” капитал бозорининг бошқа характеристика ва талабларини қондиришга асосланган тартиблаштириш концепцияси. Унга мувофиқ, молия бозори қонунчилигида профессионалларнинг ишончилиги ва малакалилийлиги, бозорни ликвидлиги, қонун ва тартибларни бажарилиши мажбурийлиги аниқ даражада таъминланиши лозим.

5. Эквивалентлиликни таъминлашга асосланган тартиблаштириш концепцияси. Ушбу концепциянинг асослари ушбу китобнинг I-II бобларида ва 4.8-чи параграфда келтирилган.

6. Молия бозори индустрияси сифатини бошқаришга асосланган тартиблаштириш концепцияси. Ушбу концепция муаллифнинг молия бозори индустрияси сифатини бошқариш назариясига асосланади<sup>46</sup>.

7. Молиявий глобаллашув жараёнлари талаблари билан уйғунликда тартиблаштириш меъёрларини унификациялаштириш ва стандартлаштириш концепцияси. Ушбу концепцияга мувофиқ, барча малакатлар молия бозорлари тартиблаштириш тизимлари фаолиятида қўлланиладиган қонуний-меъерий ҳужжатлар шаклан фарқли бўлсада, мазмунан ва параметрлари ўхшаш маънода бўлиши тавсия этилади. Масалан, Халқаро ўттизлик гуруҳининг 20 тавсияси, 9.1.4 параграфчада келтирилган тамойиллар (қимматли қоғозлар бўйича комиссияларнинг халқаро ташкилотининг 1998 йил сентябрида чоп этилган “Қимматли қоғозлар соҳасида тартиблаштиришнинг мақсад ва тамойиллари”).

#### ***9.1.4. Молия бозорларини тартиблаштиришнинг халқаро миқёсда тан олинган институтлари ва тамойиллари***

Турли мамлакатларнинг давлат тартиблаштириш органларини, молия бозорлари қатнашчиларининг нодавлат ноижорат ташкилотларини ва савдо тизимларини бирлаштирувчи бир қатор йирик халқаро ташкилотлар ва уюшмалар тартиблаштиришнинг жаҳон амалиётини энг яхши томонларини умумлаштириш асосида умумий талаблар, стандартлар ва таклифлар ишлаб чиқиб,

<sup>46</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.

уларни барча мамлакатлар регуляторларига тавсия этиб келмоқдалар. Бундай халқаро ташкилотлар қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин: қимматли қоғозлар бўйича комиссияларнинг халқаро ташкилоти; Биржаларнинг умумжаҳон федерацияси; қимматли қоғозлар соҳасидаги хизматлар бўйича халқаро ассоциация; Халқаро ҳисоб-китоблар банки; Жаҳон банки; Халқаро молиявий корпорация; Халқаро валюта фонди; Умумжаҳон савдо ташкилоти; Европа банки; Осиё банки; Иқтисодий ҳамкорлик ва ривожлантириш ташкилоти (ОЭСР) ва ҳ.к.

Асосий манба бўлиб қимматли қоғозлар бўйича комиссияларнинг халқаро ташкилотининг 1998 йил сентябрида чоп этилган “Қимматли қоғозлар соҳасида тартиблаштиришнинг мақсад ва тамойиллари” номли ҳужжати ҳисобланади. Ушбу ҳужжат фонд бозорини тартиблаштиришнинг уч бош мақсадга, яъни: а) инвесторлар ҳимояси, б) адолатни таъминлаш, в) тизимли рискни пасайтириш, бўйсундирилган 30 тамойилини белгилаб берган. Бу тамойиллар ҳосилавий молиявий инструментлар бозорини тартиблаштиришга ҳам тегишли.

Кўрсатилган мақсадларга мос келувчи тамойиллар қуйидагилар<sup>47</sup>:

*А. Регуляторга тегишли тамойиллар:*

1. Регуляторнинг жавобгарлиги соҳаси (даражаси) аниқ ва объектив ҳамда тасдиқланган бўлиши лозим.

2. Регулятор ўз мажбуриятлари ва ваколатларини бажариши бўйича ҳисоботли бўлганлиги билан бирга операцион ҳолис (боғлиқ бўлмаган) бўлиши зарур.

3. Регулятор адекват ваколатларга, етарли ресурсларга эга бўлиши ва ўз функциялари ва ваколатларини бажариши лозим.

4. Регулятор очик, илгарилаган ва қарама-қарши бўлмаган регулятив жараённи таъминлаши лозим.

5. Регуляторнинг хизматчилари энг юқори даражадаги профессионал стандартлар талабларига жавоб бериши, жумладан конфиденциаллик стандартларига риоя қилишлари лозим.

*В. Ўзини ўзи тартиблаштириш бўйича:*

6. Бозорнинг ҳажми ва мураккаблиги даражаси билан белгиланувчи даражада мумкин бўлган соҳалар устидан тўғридан тўғри назорат функ-цияларини бевосита ваколатли бажариш учун ўзини ўзи тартиблаштириш ташкилотларини тартиблаштириш схемасига қўшилиши лозим.

7. Ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар давлат регуляторининг назорат объекти бўлиши керак. Бу ташкилотлар уларга берилган ваколатлар ва мажбуриятларни бажариши чоғида ҳалаллик, адолатдилик ва конфиденциаллик (махфийлик) стандартларига риоя қилишлари лозим.

*С. Қимматли қоғозлар соҳасида регулятив нормаларни (меъёрларни) мажбурий бажарилишини таъминлаш тамойиллари:*

8. Регулятор инспекция қилиш, текшириш ва назорат қилиш бўйича кенг қамровдаги турли ваколатларга эга бўлиши керак.

9. Регулятор регулятив нормаларни мажбурий бажарилишини таъмин-ланиши бўйича кенг қамровдаги турли ваколатларга эга бўлиши лозим.

10. Регуляторнинг инспекция қилиш, текшириш ва назорат қилиш бўйича ҳамда регулятив нормаларни мажбурий бажарилишини таъмин-ланиши бўйича ваколатларини қўллашида регулятив тизим ишончлилиқ ва самардорликни таъминлаши лозим. Бунда молия бозори индустрияси сифатини бошқаришнинг комплекс тизимини (энг кам деганда “комплаенс”, яъни бозор

<sup>47</sup> А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.37-40.

катнашчилари операцияларини регулятив нормаларга мослигини текшириш ва солиштириш, дастурлари киритилиши мумкин) жорий қилиш мақсадга мувофиқ<sup>48</sup>.

*D. Тартиблаштириш соҳасида ҳамкорлик тамойили:*

11. Регулятор тартиблаштиришга оид очик ва ёпик информацияни ички ва ҳорижий бозорларда фаолият юритувчи ўз контрагентларига бериш ваколатларига эга бўлиши лозим.

12. Регуляторлар информация алмашилиш механизмларини ўрнатиши лозим. Ушбу механизмлар доирасида тартиблаштиришга оид очик ва ёпик информация бўйича ички ва ҳорижий бозорларда фаолият юритувчи ўз контрагентлари билан алмашилиш вақти ва тартиби белгиланган бўлиши керак.

13. Регулятив тизим ҳорижий регуляторлар берган сўрови (талаби) бўйича ўз функцияларини бажариш ва ваколатларини амалга оширишларига кўмаклашиш имкониятини бериши лозим.

*E. Эмитентларга оид тамойиллар:*

14. Инвесторлар учун молиявий натижалари тўғрисидаги информацияни ҳамда бошқа зарурий (“материалли”) бўлган информацияни тўлиқ, ўз вақтида ва аниқ очиб берилишини таъминлаши керак.

15. Эмитентларнинг ўз қимматли қоғозлари эгалари билан муомаласи адолат, ҳалоллик ва тенглик асосида кечиши лозим.

16. Қўлланиладиган ҳисоб ва аудит стандартлари халқаро миқёсда тан олинган ва юқори сифатга эга бўлиши керак.

*F. Коллектив инвестицияларни амалга оширувчи схемаларга оид тамойиллар:*

17. Регулятив тизим коллектив инвестициялар билан шуғулланувчи схемаларни (компанияларни, фондларни) бошқарувчилар ва бозорда тарқатувчилар учун мўлжалланган руҳсат бериш стандартларини ва тартиблаштириш тартиб-қоидаларини ўрнатиши лозим.

18. Регулятив тизим коллектив инвестициялар билан шуғулланувчи схемаларнинг юридик шакли ва тузилмасини тартиблаштирувчи ҳамда клиентлар активларини бўлаклаштирилиши ва ҳимояланиши тартиб-қоидаларни жорий қилишлари лозим.

19. Тартиблаштириш тизими эмитентлар томонидан конкрет инвестор учун зарурий информацияни талаб даражасида очиб берилишини назарда тутиши лозим. Бундай информация инвестор учун коллектив инвестициялар билан шуғулланувчи схемаларни қай даражада унинг талабларига жавоб беришини ва иштирок улуши миқдорини баҳолашда зарур бўлади.

20. Тартиблаштириш тизими коллектив инвестициялар билан шуғулланувчи схемалар доирасида унинг активларини зарурий ва шаффоф баҳоланишини, схемалардаги иштирок улушини баҳолаш ва сўндирилишини (схема томонидан қайтариб сотиб олинишини) таъминлаши керак.

*G. Бозор воситачиларига оид тамойиллар:*

21. Тартиблаштириш тизими молиявий воситачиларни бозорга руҳсат берилиши учун минимал стандартларни ўрнатиши лозим.

22. Бозор воситачилари учун уларнинг капиталига бошланғич ва жорий даврдаги талаблар ҳамда бошқа пруденциал талабларни ўрнатилиши лозим. Пруденциал талаблар ўзларида воситачилар томонидан зиммаларига олинувчи рисклар даражасини акс этиши керак.

23. Бозор воситачилари ички ташкиллаштириш ва операциялар ҳаракатлар стандартларига мос равишда фаолият юритишлари лозим. Бу стандартлар клиентлар манфаатларини ҳимоялашга, рискларни керакли даражада бошқарилишига қаратилган бўлади. Бунда воситачи менежменти

---

<sup>48</sup> Муаллифнинг фикри.

клиентлар манфаатини ҳимоялашга ва рискларни зарурий бошқаришга бўлган бевосита мажбуриятларни зиммасига олади.

24. Бозор воситачиси ўз мажбуриятларини тугатганида, клиентлар учун зарар ва йўқотишларни минималлаштириш ҳамда тизимли рискларни чегаралаш имконини берувчи йўсинлар мавжуд бўлиши лозим.

*Н. Иккиламчи бозорга оид тамойиллар:*

25. Савдо тизимларни, жумладан фонд биржаларини, таъсис этиш жараёни авторизацияланиши ва назорат қилиниши зарур.

26. Регуляторнинг биржалар ва савдо тизимлари устидан узлуксиз жорий назорати бозорнинг ҳалоллиги ва адолатлилигини ушлаб турилишини таъминлаши лозим. Бундай сифатлар бозорнинг турли қатнашчилари манфаатлари ўртасидаги зарурий балансни ҳосил қиладиган барча тарафлар учун тенг бўлган қоидаларига асосан таъминланади.

27. Тартиблаштириш трейдингнинг транспарентлигини (шаффофлигини) таъминлаши зарур.

28. Тартиблаштириш шундай ташкиллаштирилиши зарурки, токи унинг ёрдамида манипуляциялар (кўзбўямачиликлар) ва тобламачиликларни ҳамда савдо амалиётининг бошқа ҳалол бўлмаган (нопок) ва адолатсиз турларини аниқлаш ва олдини олиш мумкин бўлсин.

29. Тартиблаштириш бозорда мажбуриятларни бажарилмаслиги ва кризис ҳолатлар рискларини керакли даражада бошқарилишини таъминланишига қаратилган бўлиши лозим.

30. Қимматли қоғозлар билан боғлиқ битишувлар бўйича клиринг ва ҳисоб-китоблар тизимлари регулятив назорат объекти бўлиши зарур. Бу тизимлар шундай ташкиллаштирилиши зарурки, токи уларда савдо битишувларининг ҳалоллиги, адолатлилиги, самарадорлиги ва натижавийлиги таъминлансин.

### ***Саволлар***

1. Молия бозорини тартиблаштириш мазмуни, мақсадлари нимадан иборат?
2. Молия бозорини тартиблаштиришнинг қандай тизимлари, шакллари ва усуллари бор?
3. Молия бозорини тартиблаштиришнинг қандай концепциялари бор?
4. Молия бозорини тартиблаштиришнинг қандай институтлари ва тамойилларини биласиз?

### ***Топшириқлар***

1. Молия бозорини тартиблаштириш концепциялари тўғрисида рефератив обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **9.2. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш институтлари ва уларнинг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти**

### ***Тартиблаштириш институтлари тизими***

Турли мамлакатларда молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш учун бош ва энг асосий институтлар бўлиб фақат давлат молия органлари ва/ёки ҳукумат томонидан ваколат берилган давлат муассасаси ҳисобланади. Масалан, Германия, Австралия, Канада, Япония, АҚШ, Бельгия, Франция, Буюк Британия, Италия ва Испанияда ҳукумат органлари ёки қонун билан назарда тутилган муассасалар. Хусусан, Канадада қимматли қоғозлар бозори провинциялар органлари томонидан тартиблаштирилади, Японияда эса аввал Молия вазирлигида бўлган, ҳозирда алоҳида бўлган молиявий хизматлар Агентлиги (макрорегулятор функциясини бажаради ва унга қимматли қоғозлар ва биржа савдолари устидан назорат бўйича Комиссия бўйсунди), АҚШда қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссия, Австралияда – қимматли қоғозлар бўйича Комиссия, Бельгияда - банк ва молия Комиссияси, Францияда – биржа операциялари Миллий

комиссияси, Италияда – акциядорлик жамиятлари ва биржалар бўйича Миллий комиссия, Испанияда – қимматли қоғозлар бозори бўйича Миллий комиссия, Германияда – қимматли қоғозлар бўйича Комиссия, Россияда – моля бозорлари бўйича Федерал хизмат, Қозоғистонда – Марказий банк, Ўзбекистонда – Давлат мулки Қўмитаси қошидаги қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази ва ҳ.к. Ўзбекистонда давлат тартиблаштириш Марказининг ҳудудий бошқармалари бир вақтнинг ўзида маҳаллий ҳокимиятларга (Давлат мулки Қўмитасининг ҳудудий бошқармалари орқали) ҳам бўйсунди (бунда маҳаллий ҳокимиятларнинг ҳам қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш жараёнига маълум даражада таалукли эканидан далолат бериши мумкин). Кележакда Ўзбекистоннинг тартиблаштириш модели ўзгариши муқаррар.

Бошқа бир мамлакатларда эса ваколатли махсус давлат тартиблаш-тириш органлари билан бирга моля бозори профессионал қатнашчилари-нинг ихтиёрий тарзда бирлашган нодавлат нотижорат ташкилотлари бўлган ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилотлар (ЎЎМ) намоён бўлади. Лекин бундай мамлакатларда ЎЎМ ташкилотлар моля бозорида маълум бир тартиблаштириш функцияларини бажариш учун ваколатли давлат тартиб-лаштирувчи органи томонидан аккредитацияланиб руҳсат берилади.

Буёқ Британияда аввал “супер-ЎЎМ ташкилоти” бўлган бўлса, ҳозирда Моля вазирлигига хисобот берувчи квази-ҳукумат органи (*FSA*).

АҚШ мисолида ЎЎМ ташкилотлар на фақат ўзини ўзи мувофиқ-лаштирувчи функцияларни, балки бозорни ташкиллаштириш функциясини ҳам бажаради. Хусусан, қимматли қоғозлар бўйича дилерларнинг Миллий ассоциацияси ЎЎМ ташкилот сифатида тузилган бўлиб, унга биржадан ташқари бозор ва унинг электрон савдо тизимлари (масалан, НАСДАК) бириктирилган. АҚШ фонд биржалари эса ЎЎМ ташкилотлари мақомини олганлар. Бундай модел Россияда ҳам қабул қилинган (қуйидаги жуфтликлар мисолида: ММВБ – НФА, РТС – НАУФОР).

Кўпчилик ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда ЎЎМ ташкилотлари қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштиришга киритил-маган. Масалан: Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Германия, Гонконг, Дания, Индия, Испания, Италия, Хитой, Люксембург, Нидерландлар, Тайвань, Туркия, Финляндия, Франция, Чехия, Швеция, Швейцария.

Янги Зеландия, Польша, Кореяда фақат биргина ЎЎМ ташкилоти киритилган. АҚШ, Канада, Япония ва Норвегияда эса ЎЎМ ташкилотлар кўпчиликни ташкил этади.

### ***Ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилотлар***

Ўзбекистонда инвесторлар, қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари ва уларнинг мижозлари манфаатларини ҳимоя қилиш мақсадида нодавлат ва нотижорат ташкилотлар тарзида қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчиларининг бирлашмалари (уюшмалари) ташкил этилиши мумкин.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари бирлашмаси (ассоциацияси) қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари томонидан унинг аъзоларини профессионал фаолиятларини амалга ошириш шароитларини таъминлаш, унинг аъзолари учун хулқ ва стандартларни профессионал этикасининг ягона қоидаларини белгилаш ва унга амал қилиш мақсадида қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари томонидан таъсис этилган юридик шахс хисобланади.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари бирлашмаси (ассоциацияси) қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органига ўзининг таъсис ҳужжатларининг нусхаларини тақдим этади, шунингдек белгиланган муддатда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органига ўзининг фаолиятини амалга оширишда тасдиқланган низом ва қоидаларини тақдим этади.

Бирлашма (уюшма)нинг барча даромадлари у томонидан фақат устав вазифаларини бажариш учун сарфланади ҳамда қатнашчилар ўртасида тақсимланмайди.

Бундай бирлашмаларни (ассоциацияларни) ўзини ўзи мувофиқлаштириш (ЎЎМ) ташкилотлари деб юритилади.

ЎЎМ ташкилотлари қуйидаги ҳуқуқларга эга:

- қонун ҳужжатлари асосида ва мувофиқ ўз қатнашчиларининг қимматли қоғозлар бозорида фаолият юритишнинг ягона қоидаларини, шунингдек уларнинг касбий этикаси қоидаларини ишлаб чиқиш;

- қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга ошириш учун махсус рухсатномалар (лицензиялар) бериш мумкинлиги тўғрисидаги тавсиявий ҳулосалар бериш, қимматли қоғозлар бозорига оид қонун ҳужжатлари бузилган ҳолларда бундай рухсатномаларни (лицензияларни) амал қилишини тўхтатиб турилиши, тугатилиши ёки бекор қилиниши бўйича илтимосномалар киритиш;

- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчиларининг мутахассисларини тайёрлаш дастурларини ишлаб чиқиш;

- ўз аъзолари ўртасида низо ва келишмовчиликларни ҳал қилиш қоидаларини ўрнатиш.

Қимматли қоғозларга оид қонун ҳужжатларини ЎЎМ ташкилотининг аъзоси томонидан бузилиши аниқланса, у дарҳол бу ҳақда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органига маълум қилиши шарт.

Инвесторлар ва ўзининг аъзолари манфаатларини ҳимоя қилиш мақсадида ЎЎМ ташкилоти давлат божи тўламасдан судга даъволар билан мурожаат қилиши мумкин.

Жаҳон тажрибасидан маълумки<sup>49</sup>, ЎЎМ ташкилотлари ўзларининг самарали регулятор эканлигини тасдиқлади.

#### ***Фонд биржаси ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилоти сифатида***

Фонд биржалари тарихидан маълумки, уларни пайдо бўлиши ва фаолият юритиши илк бор ўзини ўзи мувофиқлаштириш механизмини келтириб чиқарган ва ҳозиргача кўпчилик дунёнинг йирик фонд биржалари ЎЎМ ташкилотлари мақомига эга бўлиб тартиблаштириш функциясини бажаради. Буларнинг мумтоз намоёндаси бўлиб Нью Йорк ва Лондон фонд биржалари ҳисобланади (7.2 параграфга қаралсин).

#### ***Тартиблаштириш институтларининг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти***

Умуман олганда, қайси мамлакатда ҳам давлат, ҳам ЎЎМ ташкилотлар тартиблаштириш тизимини ташкил этса, бу институтлар молия бозорида бир-бирлари билан демократик тамойил асосида узвий боғлиқликда бозорни самарли мувофиқлаштиради ва назорат қилади. Бу институтларнинг ўзаро боғлиқлиги қуйидагиларда намоён бўлади:

- миллий бозор иккала институт учун ҳам бир бутун бўлганлиги ва ундаги уларнинг манфатлари давлат (ҳалқ, жамоатчилик) манфаатларидан келиб чиқади;

- молия бозори алоҳида юқори даражада ташкиллашган мураккаб иктисодий-ҳуқуқий муносабатлар тизими бўлганлиги ва унда турли ҳил қатнашчилар ва давлатнинг ўзаро манфаатлари баъзан конфликт ҳолларда бир-бирига мос келавермаслиги сабабли давлат ва профессионал қатнашчилар манфаатларининг оптимал балансини самарали таъминлаш зарурлиги;

- молия бозори турли омилларга таъсирчан бўлганлиги сабабли кризислар вужудга келиши ва бу кризислардан чиқиш учун ҳам давлатнинг, ҳам бозорнинг бошқа қатнашчиларининг кучларини оператив сафарбар қилиш зарурлиги;

<sup>49</sup> А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.240-259.

- молия бозори фаолият механизми фақат унинг барча қатнашчилари томонидан уйғунликда ҳаракатга келтирилиши мумкинлиги;

- молия бозорига оид ишлаб чиқилган қонун ҳужжатлари лойиҳаларини бозор профессионаллари, эмитентлар ва инвесторлар ўртасида муҳокама қилиб амалиётга киритиш мақсадга мувофиқлиги;

- молия бозорини фақат давлат томонидан тартиблаштириш билан боғлиқ сарф-ҳаражатларнинг катталиги ва ҳ.к.

Эслатиш жоизки, ваколатли давлат органи ва ЎЎМ ташкилотларнинг биргаликдаги фаолиятида давлатнинг роли устувор ҳисобланиб, давлат ўзининг фақат маълум бир давлат сиёсатига тегишли бўлмаган тартиблаштириш функцияларинигина ЎЎМ ташкилотларига бериши мумкин.

***Давлатнинг макроиқтисодий сиёсати тузилмасида молия бозорини тартиблаштириш институтлари***

*Инвесторлар учун солиқ раҳбатлари ва имтиёзлари тизими*

Жаҳон амалиётида инвесторларни солиқ имтиёзлари орқали рағбатлантириш усуллари синалган тизими (қуйидаги жадвалга қаралсин<sup>50</sup>) мавжуд.

<b>Акцияларга инвестицияларни рағбатлантириш усуллари</b>	<b>Ушбу усуллар қўлланиладиган мамлакатлар</b>
<b><i>Юридик шахс бўлган резидентлар</i></b>	
Бошқа резидент шахслардан олинган дивидендларни солиқдан тўлиқ ва сўзсиз озод этиш	Индустриал давлатлар: Австралия, Австрия, Буюк Британия, Норвегия. Ривожланаётган давлатлар: Аргенти-на, Бразилия, Венесуэла, Гонконг, Греция, Ҳиндистон, Индонезия, Мексика, Чили, ЖАР.
Бошқа резидент шахслардан олинган дивидендларни солиқдан озод этиш, агарда солиқ тўловчи ўрнатилган маълум вақт мобайнида белгиланган улушга эмитент капиталида эга бўлса	Индустриал давлатлар: Дания, Люксембург, Нидерландлар, Швей-цария, Швеция, Япония. Португа-лияда – дивиденд суммаси эмитентга реинвестиция қилинса солиқдан озод этилади. Ривожланаётган давлатлар: Тайвань, Польша (Португалияга ўхшаш).
Дивидендлар бўйича пасайтирилган солиқ ставкаларини қўллаш. Солиққа тортиш базасига олинадиган дивидендлар бўйича солиқ ставкасининг бир қисмини киритиш. Тўланадиган дивидендлар бўйича солиқ ставкаси миқдори доирасида солиқ кредитларини бериш	Индустриал давлатлар: Бельгия, Ирландия, Италия, Финляндия.
Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фойдани солиқдан	Индустриал давлатлар: Бельгия. Ривожланаётган давлатлар: Мексика,

<sup>50</sup> А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.497-500.



тўлиқ озод қилиш	Малайзия, Панама, Сингапур, Тайвань.
Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фойдани солиқдан тўлиқ озод қилиш, агарда солиқ тўловчи ўрнатилган маълум вақт муддатидан кам бўлмаган даврда белгиланган улушга эмитент капиталида эга бўлса	Индустриал давлатлар: Австрия, Дания, Люксембург, Нидерландлар, Швейцария. Ривожланаётган давлатлар: Гонконг, Панама (фақат листинга кирган акциялар бўйича), ЖАР (агар фойда компания оборотида қолдирилса).
Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фойдани солиққа пасайтирилган ставкаларда тортиш (ёки бу солиқни бошқа турдаги пасайтирилган ставкали солиқ билан алмаштириш)	Индустриал давлатлар: Канада, Франция (Қисқа ва узоқ муддатли инвестициялар бўйича фойдаларни алоҳида солиққа тортиш), Испания. Ривожланаётган давлатлар: Бразилия, Венесуэла, Греция, Ҳиндистон, Индонезия (фақат биржа листингига кирган акциялар бўйича).
Қимматли қоғозлар бўйича салбий (ёки ижобий) курс тафовути кўринишидаги фойда суммасини солиққа тортиш чоғида тўлиқ ёки қисман ҳисоб-китоб қилиш. Салбий тафовутларни солиққа тортишда ҳисоб-китоб қилиш мақсадида бир неча йил олдинга ўтказиш, агар салбий тафовутлар суммасини фойдадан айириш рўхсат этилган бўлса.	Индустриал давлатлар: Австралия, Австрия, Дания, Италия (бир неча йил олдинга ўтказиш), Франция. Ривожланаётган давлатлар: Аргентина.
<b>Юридик шахс бўлган норезидентлар</b>	
Бошқа резидент шахслардан олинган дивидендларни солиқдан озод этиш. Дивидендлар бўйича пасайтирилган солиқ ставкаларини қўллаш.	Аргентина, Гонконг. Франция (агар, дивидендлар Франция иқтисодиётига реинвестицияланса).
Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фойда-ни солиқдан тўлиқ озод қилиш. Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фой-дани солиққа пасайтирилган ставка-ларда тортиш.	Аргентина ва Австрия (агар норезидентга 5 йил давомида акциядорлик капиталининг камида 10 фоизи тегишли бўлса), Гонконг. Греция ва Ҳиндистон (агар норезидент 3 йилдан кам бўлмаган муддатда акциядор бўлса).
<b>Жисмоний шахс бўлган резидентлар</b>	
Юридик шахслардан олинган дивидендларни солиқдан, даромад солиғидан тўлиқ ва сўзсиз озод этиш	Ривожланаётган давлатлар: Аргентина (фақат резидентлардан олинган дивидендлар), Бразилия, Венесуэла, Мексика.
Дивидендларни солиққа тортишда даромад солиғини пасайтирилган ставкалари (ёки даромад солиғини бошқа пасайтирилган ставкадаги солиқ билан алмаштириш). Дивидендлар бўйича даромад солиғи ставкаси миқдори доирасида солиқ	Индустриал давлатлар: Дания, Норвегия, Швеция. Ривожланаётган давлатлар: Панама, Польша, ЖАР, Канада, Тайвань.

кредитларини бериш.	
Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фойда-ни даромад солиғидан тўлиқ озод қилиш.	Индустриал давлатлар: Швейцария. Ривожланаётган давлатлар: Ҳитой, Малайзия, Сингапур.
Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фой-дани маълум шароитларда даромад солиғидан тўлиқ озод қилиш.	Индустриал давлатлар: Нидерланд-лар (агар акциялар портфел инвестициялар сифатида сотилса ва улар билан боғлиқ битишувлар бизнесни сотишга кирмаса). Ривожланаётган давлатлар: Греция (агар акциялар биржа листингида бўлса), Панама (листингга кирган акциялар), Туркия (пул лимити доирасида), ЖАР (агар узоқ муддатли инвестициялар сотилса ва операция капитал характериға эға бўлса).
Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фой-дани пасайтирилган солиқ ставка-сини қўллаш (ёки даромад солиғини бошқа пасайтирилган ставкадаги солиқ билан алмаштириш).	Индустриал давлатлар: Германия, Португалия, Швеция, Япония, Канада (жумладан, кичик бизнес акцияларига инвестицияларни рағбатлантириш). Ривожланаётган давлатлар: Бразилия.
Даромад солиғининг пасайтирилган ставкаларини қўллаш, агарда солиқ тўловчи ўрнатилган маълум вақт мобайнидан кам бўлмаган даврда ва (ёки) белгиланган улушга эмитент капиталида эға бўлса. Қимматли қоғозлар бўйича ижобий курс тафовути кўринишидаги фойдани пасайтирилган солиқ ставкасини қўллаш (белгиланган шартларға риоя қилинса).	Индустриал давлатлар: Австрия, Греция (агар акциялар биржа листингига кирмаган бўлса), Нидерландлар (агар акциялар портфел инвестиция-лар сифатида сотилса ва улар билан боғлиқ битишувлар бизнесни сотишга кирмаса).
Қимматли қоғозлар бўйича салбий курс тафовути кўринишидаги фойдани камайишидаги суммасини даромад солиғига тортиш чоғида тўлиқ ёки қисман ҳисоб-китоб қилиш.	Канада, Швеция.
Пай фондлари улушлари ва акцияларини бирламчи жойлашти-риш чоғида йўналтирилган инвести-циялар суммасини даромад солиғи бўйича солиқ базасидан чиқариш. Акцияларни сотишдан олинган даромадларни солиқ базасидан чиқариш, агар бу акциялар белгиланган муддатдан кам бўлмаган вақтда мулк сифатида қолган бўлса.	Ривожланаётган давлатлар: Мексика, Ҳиндистон, Чили, Чехия.
Маҳсус инвестицион режаларни амалга	Буюк Британия.

ошириш мақсадида жисмоний шахсларга солиқ имтиёзларини бериш.	
Давлат учун устувор мақсадларда чиқариладиган солиқ имтиёзларини берувчи акцияларни чиқариш (Бельгия). Акциялар сотиб олиш учун олинган кредит бўйича фоизларни дивидендлардан чегириш.	Бельгия, Япония.
Дивидендларни солиққа тортишда даромад солиғини пасайтирилган ставкаларини қўллаш (ҳозирда 10%). Дивидендлар эмитентга реинвестицияланса солиқдан озод қилиш (токи, бу акциялар сотилгунича, агарда сотилса, даромад солиғига тортилади).	Ўзбекистон (2006 йилнинг сентяри-гача солиқ ставкаси 15% бўлган, хусусийлаштирилган компаниялар акциялари бўйича дивидендлар солиқдан тўлиқ озод қилинган).

*Акциядорлик капиталида персонал улушини кенгайтирилишининг  
солиқ рағбатлари*

XX-чи асрнинг 70-чи йилларидан бошлаб индустриал мамлакатларда компаниялар мулки тузилмасида йирик мулкдорлар капитализмдан “акциядорларнинг кенг қатлами иштироки” капитализми моделига ўтиш одат тусини олди. Бу моделга кўра инвесторларнинг кенг қатламини жалб қилиш учун уларга маълум даражада солиқ имтиёзлари сифатида рағбатлар (олдинги жадвалга қаралсин) ва компенсациялар бериш усуллари кенг тарқалди. Акциядорлик капиталида персонал иштирокини кенгайтириш учун йўналтирилган компенсациялар режалари (планлари) турлари қуйидаги жадвалда келтирилган.

<i>Менежментга йўналтирилган компенсация режалари</i>		<i>Меҳнат жамоасига йўналтирилган компенсация режалари</i>	
<i>Stock bonus plan</i> – компания ёки хусусан менежер томонидан маълум натижаларга эришилса, компания менежментининг акцияларига эга бўлади. Компанияни сифатли бошқариш эвазига акциялар курси кўтарилса, менежернинг акция шаклидаги мулкни ошишига олиб	<i>Stock option plan</i> – менежмент рағбат учун компания акцияларини сотиб олиш учун опционга эга бўлади (олдиндан белгиланган нархда). Агар бозорда акциялар курси опциондаги нархидан ошиб кетса, менежер опцион хукукини ва ўзига тегишли акцияларини сотиб	<i>Employee Stock Purchase Plans</i> – персоналнинг компания акцияларига эгаллигини шакллантириш режаси. Унга кўра, компания ишчилари оддий акциялар сотиб олиш учун опционга эга бўладилар. Опцион бўйича акциялар тўлови иш ҳақидан чегириб қолинади. Бунда акциялар	<i>Employee Stock Ownership Plan (ESOP)</i> – персоналнинг компания акцияларига эгаллигини компания ичида махсус молиявий фонд тузиш асосида шакллантириш режаси. АҚШ тажрибасида бу режа компания ичида тузиладиган солиқ имтиёзини берувчи пенсия таъмино-

<p>келади.</p>	<p>юбориш эвазига қўшимча фойда кўриш имконига эга бўлади.</p>	<p>бозор нархидан 15% пастроқ нархлар-да сотилади. АҚШ тажрибаси-да бундай ҳол-ларда солиқ им-тиёзлари ҳам берилади.</p>	<p>тининг бир тури сифатида кўри-лади. Компания ҳар йили ESOPга бўнак пул ажрат-маларини кири-тиб боради. Бу маблағлар копа-ния акцияларига йўналтириб бори-лади. Ишчининг компаниядан ке-тиши чоғида амалга оширила-диган тўловлар ESOPга жалб қи-линган пул маб-лағлари миқдо-рига ва копания акцияларининг бозор курсига боғлиқ. Компа-ния (ESOP-га бў-нак ажратмалари суммаси), ўз ак-цияларини ESOPга сотувчи акциядор ишчи-лар (капитални ортишидан пайдо бўлган фойда суммаси) ва ESOP орқали ак-цияларни сотиб олувчи ишчилар солиқ имтиёзла-рига эга бўлади-лар.</p>
		<p>401 (к) режаси. Бу режа солиқ ҳисоблангунгача даромад (иш ҳақи) суммасини бир қисмини ушбу режага йўналтириш эвазига шакллантири-лади. Компания бу режа бўйича жамланган маблағларни бошқаради. Давлат томнидан режага йўналтири-ладиган йиллик иш ҳақидан ажрат-маларни 10 минг доллардан кўп бўлмаган миқдор доирасида чек-лайди. Бунда компания ўз ҳисобидан амалга</p>	

		оширадиган ажратмалари миқдори ишчилар иш ҳақлари билан боғланган бўлади. 401 (к) режасидан бир қисм маблағлар қонун бўйича компания акцияларини сотиб олишга йўналтирилади.
--	--	--

### *Қимматли қоғозлар бозорини антикризис тартиблаштириши*

Маълумки, қимматли қоғозлар бозори турли омилларга (1.1 ва 1.4 параграфларга қаралсин) ва тизимли рискларга (8.1-8.4 параграфларга қаралсин) ўта таъсирчан бўлганлиги сабабли, унда турли ҳил номаъқул кризис ҳодисаларни вужудга келганлигини кузатиш мумкин. Кризислар (инқирозлар) натижасини таҳлили шуни кўрсатадики, бундай ҳолларда миллий регуляторларнинг ҳаракатлари бир-бирлари билан боғлиқда бўлмаган, ҳар бир давлат регулятори ўз мамлакати манфаатлари ва ҳавфсизлиги доирасида антикризис сиёсатларини юритганлар (бундай сиёсатларни тегишли мавжуд адабиётлардан мустақил равишда ўрганиш тавсия этилади), натижада индустриал давлатлар бозорларидаги кризислар осноликча ривожланаётган мамлакатлар бозорларига ўтиб борган ва уларни қийин аҳволга тушириб қўйган. Инқирозлар ва тизимли рисклар оқибатларини биргаликда юмшатиш ёки ҳеч бўлмаса олдиндан сезиш (башорат қилиш) зарурлиги ҳозирда барча мамлакатлар регуляторларининг (комиссияларининг) IOSCO халқаро ташкилоти аҳамиятини борган сари ошириб бормоқда. Лекин бунга қарамасдан, ҳозирда молия бозорларини тартиблаштиришнинг давлат тизимида валюта ва универсал биржалар муҳим инструмент бўлиб хизмат қилмоқда.

#### **Саволлар**

1. Молия бозорини тартиблаштириш институтлари тизими деганда нима тушунилади?
2. Ўзини ўзи мувофиқлаштириш ташкилотлари мазмуни нимада?
3. Молия бозорини тартиблаштириш институтлари нима учун ўзаро боғлиқ?
4. Молия бозорини макроиктисодий даражада нима учун ва қандай тартиблаштирилади?

#### **Топшириқлар**

1. Молия бозорини тартиблаштириш институтлари фаолияти тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **9.3. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш моделлари**

Жаҳон амалиётида молия бозорларининг мавжуд регулятив моделларини 1.1-1.3, 1.7, 2.1, 2.2, 3.3, 3.4, 9.1, 9.2, 9.4, 9.5 параграфларда ҳамда V-VII ва X бобларда келтирилганлар негизида инфратузилмавий (функционал ва тузилмавий таркиблари) мезонларига (критерийларига) асосан қуйидагича ажратиш мумкин.

1. Молия бозори инфратузилмасини фақат давлат органлари томонидан тартиблаштириш модели. Унга асосан молия бозорининг ҳар бир сегменти (банк капитали, пул ва валюта, суғурта, фонд бозорлари) регулятив инфратузилмасини мос равишда далаат органлари мувофиқлаштиради ва назорат қилади. Масалан: Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Германия, Гонконг, Дания, Индия, Испания, Италия, Хитой, Люксембург, Нидерландлар, Тайвань, Туркия, Финляндия, Франция, Чехия, Швеция, Швейцария. Мисол тарикасида ҳозирда (1996 йилдан бери) Ўзбекистонни ҳам келтириш мумкин, яъни миллий молия бозорининг банк капитали, пул ва валюта бозорларини Марказий банк ва Молия вазирлиги, суғурта бозорини Ўздавсуғуртаназорат, корпоратив қимматли қоғозлар бозорини Давлат мулки Кўмитаси қошидаги қимматли қоғозлар

бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази (қуйида уни қисқача Марказ деб номлаймиз), давлат қимматли қоғозлар бозорини Молия вазирлиги ва Марказий банк тартиблаштиради. Бу институтларни ҳар бири алоҳида орган сифатида барчаси миллий молия бозорининг бир бутун давлат тартиблаштириш тизимини ташкил қилади.

2. Молия бозори инфратузилмасини давлат органлари, ваколатли муассасалар ва ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи (ЎЎМ) ташкилотлар томонидан тартиблаштириш модели. Унга асосан молия бозори инфратузилмаси ушбу моделнинг таркибига кирувчи орган, муассаса ва ташкилотлар томонидан уйғунликда мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади. Масалан: АҚШ мисолида ЎЎМ ташкилотлар на фақат ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи функцияларни, балки бозорни ташкиллаштириш функциясини ҳам бажаради. Хусусан, қимматли қоғозлар бўйича дилерларнинг Миллий ассоциацияси ЎЎМ ташкилот сифатида тузилган бўлиб, унга биржадан ташқари бозор ва унинг электрон савдо тизимлари (масалан, НАСДАК) бириктирилган. АҚШ фонд биржалари эса ЎЎМ ташкилотлари мақомини олганлар. Бундай модел Россияда ҳам қабул қилинган (қуйидаги жуфтликлар мисолида: ММВБ – НФА, РТС – НАУФОР). Янги Зеландия, Польша, Кореяда фақат биргина ЎЎМ ташкилоти киритилган. АҚШ, Канада, Япония ва Норвегияда эса ЎЎМ ташкилотлар кўпчиликни ташкил этади. Ўзбекистонда янги қабул қилинган “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги” қонун (2007 йил) билан миллий тартиблаштириш тизимига ЎЎМ ташкилотлар ҳам киритилмоқда.

3. Молия бозори инфратузилмасини ваколатли квази-ҳукумат умуммиллий орган (макрорегулятор) томонидан тартиблаштириш модели. Масалан, Буюк Британияда аввал “супер-ЎЎМ ташкилоти” бўлган бўлса, ҳозирда Молия вазирлигига ҳисобот берувчи квази-ҳукумат органи (FSA) молия бозори макрорегулятори функциясини бажаради. Бу мамлакатдан бошқа яна бир қатор давлатларда ҳам макрорегулятор қабул қилинган (9.5 параграфга қаралсин). Жаҳон амалиётида мавжуд макрорегуляторларни шартли равишда икки катта гуруҳга ажратиш мумкин:

- фақат (ёки кўпроқ) назорат функцияларини бажарувчи макрорегуля-торлар (масалан, бундайлари Японияда 1998 йилдан, Жанубий Кореяда 1998 йилдан, Венгрияда 1996 йилдан, Данияда 1988 йилдан, Норвегияда 1986 йилдан, Швецияда 1991 йилдан, Финляндияда 1991 йилдан, Жанубий Африка Республикасида 1990 йилда тузилган);

- ҳам назорат, ҳам меъёрлаштирувчи (тартиб-қоидаларни ўрнатувчи) функцияларни бир вақтнинг ўзига амалга оширувчи макрорегуляторлар (масалан, бундайлари Буюк Британияда 1997 йилда, Австралияда 1998 йилда, Канадада 1987 йилда, Сингапурда 1998 йилда, Швейцарияда 1997 йилда тузилган).

Кўрсатиб ўтилган барча мамлакатларда бундай орган (макрорегулятор) молия бозорини ўзаро уйғунликда, боғлиқликда ва мутаносибликда тартиблаштиради. Бунда ушбу давлатлар макрорегуляторни ўзларида жорий қилиш чоғида унинг ижобий оқибатларидан, мавжуд ва зарурий ресурсларда, миллий молия бозорининг бундай макрорегуляторга тайёрлиги даражасидан келиб чиққанлар. Ўз вақтида баъзи давлатлар макрорегулятор концепциясига скептик қараганлар. Аммо, ҳозирга келиб макрорегулятор концепцияси ўзининг ҳаётийлигини самаралилиги билан исботлади. Натижада, охириги йилларда дунёнинг йирик давлатларидан бўлмиш Россия ҳам макрорегулятор концепциясини ўзларида қўллашни маъқул топмоқда.

Тартиблаштириш тизимларини яна қуйидаги белгилар билан ҳам таснифлаш мумкин:

*Поғоналарига* кўра тартиблаштириш глобал кўп (5) поғонали (бир-бири билан боғлиқ тартиблаштиришнинг халқаро, миллий, регионаллараро, регионал ва муниципал поғоналари) ва

миллий кўп поғонали (федерал, регионал, муниципал поғоналар) мувофиқлаштириш ва назорат қилиш модели кўринишида бўлиши мумкин.

Тартиблаштириш *усуллари* бўйича – административ, индикатив (макроиктисодий), макрорегуляторли (9.5 параграфга қаралсин) ва гибрид (аралаш) усулларига асосланган моделлар. Бу моделларда молия бозорига умумиктисодий даражадаги билвосита (кредит-пул, бюджет-солиқ, ижтимоий, валюта, хусусийлаштириш ва ҳ.к. сиёсатлар негизида) ва бевосита (административ) таъсир кўрсатишга асосланган бўлиши мумкин.

Тартиблаштиришнинг миллий тизимини ташкиллаштиришда қабул қилинган *ёндашувлари* бўйича – ҳукумат томонидан тўғридан тўғри тартиблаштириш (масалан, Ирландия, Нидерланды, Португалия), молия ва банк тизимларини регуляторлари бўлмиш органлар томонидан тартиблаштириш (масалан, Бельгия, Дания, Япония, Қозоғистон), махсус тузилган ваколатли давлат ташкилоти томонидан тартиблаштириш (масалан, АҚШ, Буюк Британия, Италия, Франция, Испания ва ҳ.к.), ваколатли давлат органлари ва ЎЎМ ташкилотлари билан биргаликда тартиблаштириш моделлари.

Манфатларни *ҳимояланиши* бўйича – давлат манфаатларига (Покистон, Эрон), йирик (стратегик) инвесторлар манфаатига (Германия, Франция, Бельгия ва ҳ.к.), миноритар (майда) инвесторлар манфаатларига (англо-саксон), аралаш манфаатларга қаратилган тартиблаштириш моделлари.

Иқтисодий тузум *шакли* бўйича – очик (барча индустриал ҳамда кўпчилик ривожланаётган мамлакатлар) ва ёпиқ (Эрон, Покистон ва шу каби ёпиқ равишда ривожланаётган давлатлар) иқтисодиёт моделларига асосланган тартиблаштириш моделлари.

Молия бозори *моделлари* бўйича – мумтоз (англо-саксон), континентал (асосан германча), японча-корейсча, исломий (Индонезия, Малайзия, Покистон ва ҳ.к.), аралаш моделларга (3.3 ва 3.4 параграфларга қаралсин) асосланган тартиблаштириш моделлари.

Жаҳон амалиётидаги молия бозорларини тартиблаштириш моделлари самарадорлигини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган натижавий аналитик маълумотлардан кўриш мумкин. Айтиш мумкинки, ушбу маълумотлар асосида турли мамлакатларда қабул қилинган тартиблаштириш модели фаоияти сифатига баҳо бериш мумкин.

#### ***Саволлар***

1. Молия бозорини тартиблаштириш моделларини инфратузилмавий мезонлар асосида қандайларга ажратилади?

2. Макрорегулятор нима ва унинг қандай турлари бор?

3. Молия бозорини тартиблаштириш тизимлари қайси белгилар бўйича таснифланади?

#### ***Топшириқлар***

1. Молия бозорини тартиблаштириш моделлари тўғрисида рефератив обзор тайёрланг.

2. Терминлар луғатини тузинг.

### **9.4. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг жаҳон амалиёти**

Қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштиришнинг жаҳон амалиёти фонд бозорини мувофиқлаштириш ва фонд қонунчилиги ижросини назорат қилиниши тизими бўйича ташкиллаштириш моделларининг турлилигини кўрсатади (9.1 ва 9.3 параграфларга қаралсин). Жаҳон амалиётида энг кўзга кўринган баъзи регуляторларни кўриш билан чегараланамиз, чунки бошқа кўпчилиги уларнинг у ёки бу жиҳатларини ўз ичига олган.

*Америка Қўшма Штатлари қимматли қоғозлар бозорини*

### *тартиблаштириш тажрибаси*

Жаҳон амалиётида мумтоз ҳисобланган АҚШ модели ҳозирда бошқа мамлакатлардаги тартиблаштириш тизими моделларига қараганда нисбатан самаралиларидан бўлиб келмоқда.

АҚШ моделига кўра, “Қимматли қоғозлар муомаласи тўғрисидаги” қонунга биноан 1934 йилда тузилган “Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссия” (қуйида қисқача Комиссия деб юритамиз) фонд бозорининг бош регулятори ҳисобланади. Комиссия бир вақтнинг ўзида ҳам назорат ва ҳам қонуний тартиб-қоидаларни ўрнатувчи давлат органи функциясини бажаради.

Бундан ташқари Комиссия федерал судларни маслаҳатчиси ҳамдир.

Комиссия ҳар йили Конгрессга қимматли қоғозларга оид қонунларни бажарилиши тўғрисида ҳисоботий маъруза тақдим этади.

Комиссия раҳбарияти 5 кишидан иборат бўлиб, уларнинг ҳар бири 5 йиллик муддатга АҚШ Президенти томонидан Сенат билан келишилган ҳолда тайинланади. Комиссия раиси Президент томонидан тайинланади. Комиссия аъзоларининг ваколати бир муддатда (қунда ва йилда) тугамайди, балки ҳар бирининг ваколат муддати бошқалариникига нисбатан бир йил оралиқ билан йилнинг 5 июнида тугайди, яъни 5 йил ўтиши биланок (охириги йилнинг 5 июнида) бир аъзонинг ваколати тугайди. Комиссиянинг уч аъзосидан кўпи бир сиёсий партияга таалуқли бўлиши мумкин эмас. Комиссиянинг штати бўлим ва бошқармалардан (жумладан, 11 регионал ва округ бошқармаларидан) иборат бўлиб, бошлиқлари Раис томонидан тайинланади. Штаб-квартираси Вашингтонда жойлашган.

### *Япония қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш тажрибаси*

1948 йилда “Қимматли қоғозлар ва биржалар тўғрисидаги” қонунга биноан АҚШ моделига ўхшаш Молия вазирлиги ҳузурида, лекин маълум даражада ундан ҳолис ва ҳукумат органи мақомига эга бўлган “Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комисси” ташкил этилган.

1964 йилда комиссия негизида Молия вазирлиги таркибида маҳсус Бюро ташкил этилиб, унинг ичига қуйидаги олти бўлим кирган: Мувофиқлаштирувчи, капиталлар бозори, акциядорлик жамиятлари молияси, қимматли қоғозлар савдоси бозорлари, фонд фаолияти, назорат бўлимлари. Булардан ташқари Бюро таркибида нисбатан мустақил бўлган қуйидаги тузилмалар фаолият юритган: фонд бозори бўйича Кенгаш, бухгалтерлик ҳисоб бўйича Кенгаш, сертификацион давлат имтиҳони Комиссияси.

Жойларда назорат фаолиятини амалга оширувчи 9 молиявий бюро, 40 молия бўлимлари ва Окинавани ривожлантириш Агентлигининг умумий бюроси бўлган.

1992 йилда Бюронинг ўрнига макрорегулятор сифатида молиявий хизматлар бўйича Агентлик тузилган.

### *Буюк Британия қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш тажрибаси*

1980-1990 йилларда тартиблаштириш тизимини ислоҳ қилиниши натижасида аввал 1986 йилда “Молиявий хизматлар тўғрисидаги” қонунга биноан “супер-ўзини ўзи мувофиқлаштириш ташкилоти” тузилиб, кейинчалик “квази-ҳукумат”, лекин нодавлат, макрорегулятори тузилган. Макрорегуляторнинг бош ва асосий ташкилоти (органи) молиявий хизматлар бўйича Кенгаш ҳисобланади. Бу орган ҳозирда молия бозорининг барча қатнашчилари ва сегментларини тартиблаштиради, Давлат Ғазначилиги орқали йиллик ҳисоботларни Парламентга беради. Макрорегуляторнинг Кенгашига 2001 йил декабрдаги “Молиявий хизматлар ва бозорлар тўғрисидаги” қонунга биноан барча регулятив ваколат ва функциялар берилган бўлиб, унинг фаолияти давлат бюджетидан молиялаштирилмайди, балки унинг харажатлари молия бозори қатнашчилари томонидан қопланади.

### *Германия қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш тажрибаси*

1995 йилда “Молия бозорини ривожлантиришга кўмаклашиш тўғрисидаги” қонунга биноан федерал регулятив орган бўлган “Қимматли қоғозлар бўйича Комиссия” тузилган. Бу органга параллел



холда Франкфурт фонд биржасида “Статс-комиссариат” ташкил этилган бўлиб (бу органни статс-комиссар бошқаради), бу орган биржалар фаолиятини тартиблаширади (шунга ўхшаш орган Люксембургда “Биржавий кузатув кенгаш” бўлиб, у ягона ва бош регулятор ҳисобланади). Бунга қарамадан, Комиссия расмий равишда бош регулятор ҳисобланади.

Аммо, Германияда бозорнинг профессионал қатнашчилари банклар бўлгани учун, бозорни тартиблаштиришда асосий ролни “Банклар устидан Федерал назорат палатаси” ўйнайди. Айнан шу федерал орган фонд бозорининг барча қатнашчилари фаолиятини мувофиқлаштиради ва назорат қилади. Шунга ўхшаш банкларнинг регулятив органи (Банк инспекцияси) Швецияда мавжуд бўлиб, бу орган қимматли қоғозлар бозорида ягона ва бош регулятор ҳисобланади.

Шундай қилиб, Германияда бирамасига бир нечта регулятор мавжуд.

*Сингапур қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириши тажрибаси*

Қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш бирамасига бир нечта регулятор томонидан амалга оширилади. Бринчиси – Сингапурнинг валюта бошқармаси, иккинчиси – қимматли қоғозлар бўйича Кенгаш, учинчиси – фонд биржаси.

*Австралияда* регулятор бўлиб “Миллий компаниялар ва қимматли қоғозлар бўйича Комисси”, *Бельгияда* – Брюсселнинг биржаси бўйича ва биржалар бўйича Миллий комиссия, *Канадада* – шататлар ҳукуматлари ҳузуридаги органлар, *Швейцарияда* – қимматли қоғозлар бўйича Кантонал комиссия, *Жанубий Кореяда* – қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссия ҳамда Молия вазирлиги, *Польшада* – ҳукуматнинг марказий органи сифатида қимматли қоғозлар бўйича Комиссия (шунга ўхшаш *Венгрияда* ҳукумат қошидаги қимматли қоғозлар устидан Давлат назорати инспекцияси).

Айтиш жлизки, ҳар бир мамлакатда давлат ва ЎЎМ ташкилотлари (жумладан, фонд биржалари) ўртасида регулятив функциялар турлича тақсимланиши мумкин. Баъзи мутахассислар фонд биржаси қимматли қоғозлар бозорини ҳукуматга қараганда яхшироқ тартиблаштиришини таъкидлайдилар<sup>51</sup>. Уларнинг фикрича, фонд биржаси тартиб-қоидалари бозорни тартиблаштириш шарт-шароитларига кўпроқ мос келади. Бунга мисол тариқасида дунёнинг энг йирик Лондон, Нью Йорк, Франкфурт ва бошқа мамлакатлар фонд биржаларининг мавқеи ила регулятив функциялари келтирилади<sup>52</sup>.

Ҳозирда АҚШ, Буюк Британия, Франция, Япония ва баъзи бошқа давлатларнинг қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш органлари вакиллари томонидан қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар устидан назорат қилиш бўйича миллатлараро орган тузиш масаласи кўрилмоқда, ажаб эмас яқин келажакда бундай халқаро регулятор пайдо бўлади.

Бу борада халқаро ташкилотларнинг хизмати катта (6.5 параграфга қаралсин). Мисол тариқасида МВФ, Жаҳон банки, ХМК, IOSCO, ИХРТ (6.5 параграфдаги Халқаро ўттизлик гуруҳи тавсияларига қаралсин).

Бунда IOSCO ташкилоти томонидан тавсия қилинган регуляторларнинг иккиламчи бозорларга нисбатан қўйиладиган талабларини келтириш ўринли<sup>53</sup>. Бу талабларни таҳлили қуйидаги жадвалда келтирилган.

<sup>51</sup> Paul G.Mahoney. The Exchange As Regulator, Symposium: The Allocation of Government Authority, Commentary 83 “Virginia law review” 1453 (1997); Marcel Kahan. Some Problems With Stock Exchange-Based Securities Regulation, Symposium: The Allocation of Government Authority, Commentary 83 “Virginia law review” 1509, 1510, 1516-18 (1997).

<sup>52</sup> А.Пот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.281-316.

<sup>53</sup> Objectives and Principles of Securities Regulation. A Report of IOSCO, September 1998, <http://www.iosco.org>.; А.Пот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.277-280.

Талаблар объекти	Бозорга талаблар	Регулятор билан муносабатлар
Компетентлик	Савдо тизими оператори (савдони ташкиллаштирувчи) компетент бўлиши шарт. Операторнинг компетентлиги узлуксиз риюя қилинувчи талаб бўлиши лозим.	Регулятор томонидан компетентлиликни мажбурий баҳоланиши
Савдо тизими оператори устидан назорат	Агар савдо тизими оператори операциялар рискларини ўз зиммасига олса, унда у бундай рискларни чегараловчи пруден-циал ва бошқа талабларга жавоб бериши лозим	Оператор регуляторга ҳисоботдор бўлади ва регулятор томонидан назорат қилинади
Маҳсулотларни савдо тизимига киритилиши. Савдо тартиблари	Қимматли қоғозлар тегишли дизайни ва улар билан савдо тартиблари бозорни сифат кўрсаткичларини белгиловчи критик аспектлар ҳисобланади	Регулятор бозорда со-тиладиган маҳсулотлар турлари тўғрисида маълумотга эга бўлиши лозим. Регулятор савдо тартиблари ва тамойил-ларини, маҳсулотлар дизайни ва турларини тасдиқлаши керак.
Қатнашчиларни савдо тизимига киритилиши	Савдо тизимига объектив ва адолатли кириш	Регулятор томонидан бозорга кириш мезон-лари ва тартибларини назорат қилиш
Трейдинг информацияси билан таъминлаш	Барча қатнашчилар савдо тўғрисидаги информацияга тенг ҳуқуқли эга бўлиши лозим.	Информация тенглик асосида эга бўлишлик регулятор томонидан солиштириб текшириб (верификацияланиб) борилади.
Ордерларни киритиш	Ордерларни киритиш барча қатнашчиларга нисбатан адо-латли ва регулятив тартиб-қоидаларга риюя қилинган бўлиши лозим.	Ордерларни савдо тизи-мига киритилиши регу-лятор ва қатнашчилар учун аниқ ва тушу-нарли бўлиши керак.
Савдо битишув-лари ижроси	Ордерларни ижроси барча қатнашчиларга нисбатан адо-латли қўлланилиши лозим.	Ордерларни ижроси регулятор ва қатнашчи-лар учун аниқ ва тушу-нарли очиб берилиши керак.
Савдо нати-жаси бўйича ҳисобот ва чоп этиладиган информация	Бозорнинг барча қатнашчилари савдо тўғрисидаги информация билан тенглик асосида таъминланиши лозим.	

Савдони таш-киллаштирув-чи томонидан бозор тизими ва қатнашчи-лари устидан назорат	Савдо оператори барча қатнашчи-лар томонидан савдо жараёнини мониторинг қилиш, назорат қилиб бориш, низоларни ҳал қилиш, апелляция қилиш, операциялар бажариш ва ҳ.к. механизмларини яратиши лозим.	Регулятор барча механизмларни ишончли ишлашини баҳолайди ва назорат қилади.
Бозорнинг узулишлари	Битишувларни бузилиши ва тўхтатилиши тартиблари ўрнати-лиши лозим.	Бозорни узилишларида қўлланиладиган ҳара-катлар регуляторга тақ-дим қилинади.
Бозорни узлук-сиз назорат қилиш	Савдо тизимлари ва бозор информациялари устидан узлуксиз назорат қилиниши лозим.	Савдо тартибларини ҳар қандай ўзгаришлари регуляторга қарор қабул қилиш учун тақдим этилади.
Трейдингнинг шаффофлиги	Бозор қатнашчилари реал вақт мобайнида савдога оид (савдо-олди, савдо вақти ва савдоорти босқичларида) барча маълумотлар билан таъминланиши лозим.	Регуляторлар трейдинг шаффофлиги тўғрисида тўлиқ информацияга эга бўлади.
Манипуляция ва бошқа зарар-ли амалларни маън этиш	Савдоларда ҳар қандай манипуляция ва зарали амалларни олдини олиш ва маън этиш бўйича тартиб-қоидалар мавжуд бўлиши лозим.	
Бозор ва кли-ринг тизими рискларини назорат қилиш	Рисклар тўғрисидаги информацияга эга бўлиш бўйича тартиб-қоидалар мавжуд бўлиши лозим.	Регулятор куйида экспозиция қилинадиганлар тўғрисидаги информацияга эга бўлади: риск-ка, бозорни узлуксиз мониторингига, позици-яни ёпишга мажбурлаш-га, киритиладиган мар-жани оширишга, муд-датли битишувларни чегаралашга ва ҳ.к.
Ҳисоб-китоб-лар ва клиринг	Барча қатнашчилар учун очиқ бўлган ва регуляторга ҳисоботлар берилишини таъминлайдиган ҳисоб-китоблар ва клиринг бўйича тегишли тартиб-қоидалар ва операцион тартиблар ўрнатилиши лозим.	Регуляторлар ҳисоб-китоблар ва клиринг тизими усидан тўғридан тўғри назорат ўрнатади.
Битишувларни солиштириб текшириш (верификация)	Ҳисоб-китоблар ва клиринг тизимлари содир этилган операцияларни клиринг тўғрисидаги информация асосида тезкор (реал вақтга яқинлаштирилган тарзда автоматлаш-тирилган равишда) верификациялаштириши лозим.	

Хисоб-китоб ва клиринг тизимлари рисклари	Узлуксиз информация олиш, мониторинг ўтказиш, идентификация қилиш ва рискларни пасайтириш учун тартиблар ўрнатилиши лозим. Рискларни пасайтиришда қуйидаги инструментлар қўлланилиши мумкин: маржаларга талаблар, автоматик узишлар, позицияларнинг лимитлари, савдоларни тўхтатиш, капитални етарлилиги талаблари, рискларни бошқариш тизимлари, операцион стандартлар, кредитлаш лимитлари, суғуртавий қоплаш, дубл тизимлар ва кафолат фондлари.
Маржаларга талаблар	Тизимда рискка экспозицияни кучсизлаштириш даражасида маржа талабларини ўрнатиш лозим.
Қимматли қоғозлар бўйича қисқа сотув-лар ва ссудалар берилиши	Агар бозорда қисқа савдолар рухсат берилган бўлса, манипулятив амалиётни чеклаш зарур. Бунда қимматли қоғозлар билан ссуда беришга рухсат берилиши мумкин (нархларни пасайтириш бўйича ўйин учун қўлланилади). Регуляторга эгалланган қисқа позициялар ва ссудалар тўғрисида ҳисоботлар берилади (сабаби - риска бозор экспозициясини чегаралаш).

Кўриниб турибдики, бу талабларнинг барчаси савдо тизимларида транспарентлик, самаралилик, ишончлилик ва рисксизлилик даражасини оширишга қаратилган.

#### ***Саволлар***

1. АҚШ фонд бозорини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
2. Япония фонд бозорини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
3. Буюк Британия фонд бозорини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
4. Германия фонд бозорини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
5. Бошқа давлатлар фонд бозорларини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
6. IOSCO талаблари нимадан иборат?

#### ***Топшириқлар***

1. Фонд бозорларини тартиблаштиришнинг жаҳон тажрибаси тўғрисида рефератив обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **9.5. Молия бозори макрорегулятори концепцияси**

Миллий молия бозорларни тартиблаштириш тизимларининг жаҳон тажрибаси (9.1-9.4 параграфларга қаралсин) ҳамда I-II бобларда ва 4.8-чи параграфда келтирилган фикр-мулоҳазалардан келиб чиқиб таъкидлаш мумкинки, молия бозорининг давлат тартиблаштириш тизими барча мамлакатлар иқтисодиёти учун муҳим аҳамиятга эга бўлган молия тизимининг бош бўғими, молиявий-иқтисодий муносабат ва жараёнларни тартибга солиб ривожлантирувчи юқори даражада ташкиллаштирилган шакл (яъни, ташкилий-ҳуқуқий шакл) кўринишида бозорни самарали мувозанатлаштирувчи асосий молиявий механизм (1.7 параграфга қаралсин) сифатида фаолият юритувчи сиёсий-иқтисодий-ҳуқуқий-ижтимоий бозор механизми билан таъминланган мураккаб алоҳида тизим сифатида намоён бўлган. Шунинг учун дунёнинг барча мамлакатларида уни самарали фаолиятига ва уни узлуксиз такомиллаштириш (чунки молия бозори турли ҳил омилларга ўта таъсирчан демак, тез ўзгарувчан молиявий муҳит) ёки керак бўлса ислоҳ қилиш масалаларига

алоҳида аҳамият берилади. Ҳозирда уни радикал ислоҳ қилиш йўлларида бири – бу умуммиллий тартиблаштириш органи сифатида молия бозорининг тартиблаштириш макрорегуляторини тузишдир.

Эслатиш жоизки, бошқа илмий манбалардагилардан фарқли, биз “мегарегулятор” термини ўрнига “макрорегулятор” сўзини қўллаймиз. Чунки, бу сўз, бизнингча, шаклан ва мазмунан барчага сингиб кетган, табиий бўлиб қолган “макроиктисод”, “макроиндикатор”, “макромодел” ва ҳ.к. каби тушунчалар билан кўпроқ уйғунлашиб мос келади. “Мегарегулятор” термини эса кўпроқ “мегаполис” тушунчасининг шакли ва мазмунига мосроқ келиши мумкин. Агар, ҳар қандай миллий молия бозорни фақат алоҳида олинган шаҳар ёки район мегаполиси ичида эмас, балки бир бутун мамлакат доирасида, ўта ривожланган молия бозорларини эса жаҳон миқёсида фаолият юритишини ҳисобга олсак, унда мос равишда “макрорегулятор” ва “метарегулятор” терминлари ва тушунчаларини қўлланилиши тўғрироқ эканини пайқаб олиш қийин эмас. Аммо, таъкидлаш ўринлики, фикримизча, мавжуд илмий манбаларда миллий молия бозорларига нисбатан қўлланилган “мегарегулятор” тушунчаси мазмунан қўлланилиши бўйича бизнинг “макрорегулятор” терминимиз билан бир хил маънони англатади. Ҳозирда шартли равишда метарегулятор мазмунида 9.1-чи параграфда номлари келтирилган халқаро миқёсдаги ташкилотларни (масалан, қимматли қоғозлар бўйича комиссияларнинг халқаро ташкилоти; Биржаларнинг умумжаҳон федерацияси; қимматли қоғозлар соҳасидаги хизматлар бўйича халқаро ассоциация; Халқаро ҳисоб-китоблар банки; Жаҳон банки; Халқаро молиявий корпорация; Халқаро валюта фонди; Умумжаҳон савдо ташкилоти; Европа банки; Осиё банки; иқтисодий ҳамкорлик ва ривожлантириш ташкилоти ва ҳ.к.) кўрсатиш мумкин. Чунки бу ташкилотлар давлат органи мақомига эга эмас бўлиб, улар томонидан ишлаб чиқарилган меъёрлар уларга аъзо давлатлар учун тавсиялар характерида эга.

*Макрорегулятор* – миллий молия бозорини тартиблаштиришнинг алоҳида кўринишда тузилган ташкилий-ҳуқуқий шакли бўлиб, молия бозорини самарали мувозанатлаштирувчи механизм (1.7 параграфга қаралсин) сифатида фаолият юритувчи мураккаб сиёсий-иқтисодий-ҳуқуқий-ижтимоий бозор механизми билан таъминланган молия бозорини умуммиллий даражада комплекс тартиблаштирилишини ва ривожланишини таъминловчи мураккаб тузилмали тизимдир.

Энг муҳими ва аҳамиятлиги шундаки, макрорегулятор ёрдамида молия бозорининг барча қатнашчилари манфаатлари давлат сиёсати доирасидаги манфаатлари билан уйғунликда ўзаро баланслаштирилган ҳолда амалга оширилади.

Жаҳон амалиётида мавжуд макрорегуляторларни шартли равишда икки катта гуруҳга ажратиш мумкин:

- фақат (ёки кўпроқ) назорат функцияларини бажарувчи макрорегуляторлар. Масалан, бундайлари Японияда 1998 йилдан (*Financial Supervisory Agency*), Жанубий Кореяда 1998 йилдан (*Financial Supervisory Commission*), Венгрияда 1996 йилдан (*Hungarian Banking and Capital Market Supervisory*), Данияда 1988 йилдан (*Danish Financial Supervisory Authority*), Норвегияда 1986 йилдан (*Banking Insurance and Securities Commissions*), Швецияда 1991 йилдан (*Swedish Financial Supervisory Authority*), Финляндияда 1991 йилдан (*Financial Supervision*), Жанубий Африка Республикасида 1990 йилда тузилган (*Financial Services Board*);

- ҳам назорат, ҳам меъёрлаштирувчи (тартиб-қоидаларни ўрнатувчи) функцияларни бир вақтнинг ўзига амалга оширувчи макрорегуляторлар. Масалан, бундайлари Буюк Британияда 1997 йилда (*Financial Services Authority*), Австралияда 1998 йилда (*Australian Securities and Investments Commission, Australian Prudential Regulation Authority*), Канадада 1987 йилда (*Office of the Superintendent of Financial Institutions*), Сингапурда 1998 йилда (*Monetary Authority of Singapore*), Швейцарияда 1997 йилда тузилган (*Swiss Federal Banking Commission*).

Кўрсатиб ўтилган барча мамлакатларда бундай орган (макрорегулятор) молия бозорининг турли сегментларини ўзаро уйғунликда, боғлиқликда ва мутаносибликда тартиблаштиради. Бунда ушбу давлатлар макрорегуляторни ўзларида жорий қилиш чоғида унинг ижобий оқибатларидан, мавжуд ва зарурий ресурсларда, миллий молия бозорининг бундай макрорегуляторга тайёрлиги даражасидан келиб чиққанлар. Ўз вақтида баъзи давлатлар макрорегулятор концепциясига скептик қараганлар. Аммо, ҳозирга келиб макрорегулятор концепцияси ўзининг ҳаётийлигини самаралилиги билан исботлади. Натижада, охириги йилларда дунёнинг йирик давлатларидан бўлмиш Россия ҳам макрорегулятор концепциясини ўзларида қўллашни маъқул топмоқда.

Макрорегулятор тенденциясини пайдо бўлиши муносабати билан молия бозорини тартиблаштиришнинг камида иккита моделини ажратиш мумкин. Буларнинг ҳар бир маълум бир ижобий томонларга ва камчиликларга эга. Масалан, Европа Иттифоқининг олти давлатида (Франция, Испания, Португалия, Италия, Греция и Нидерландлар) тартиблаштиришни (фонд бозорида фақат назорат функциясини бажариш асосида) ҳолис бўлган алоҳида орган амалга оширади. Бунда назорат функцияси америкача модел бўйича SEC (*Securities and Exchange Commission*) фаолиятига яқин. Қолган 13-та мамлакатда бу ва меъёрлаштирувчи функцияларни биргаликда макрорегулятор бажаради. Бунга сабаб, ушбу мамлакатларда макрорегулятор ўша давлатлар доирасида компакт бўлган молия бозорида тузилганлиги маълум қулайликларни берган. Макрорегуляторларнинг бир-биридан фарқ қилиши эса дунёда ҳанузгача абсолют бир ҳил бўлган молия бозорининг давлат тартиблаштириш тизими йўқлиги билан белгиланади. Лекин бу ҳолат барча мамлакатларда макрорегулятор концепциясини қўллаш мумкин эмас деган фикрга олиб келмаслиги лозим. Аммо, бунда барча макрорегуляторларни ўзаро гармонизациялаштириш муаммосини эсдан чиқармаслик зарур<sup>54</sup>.

Бу борада Россияда макрорегуляторни жорий қилиш фикри бўйича Британиянинг “*Cadogan Financial*” компанияси томонидан 1999 йилнинг охирида берилган фикри катта қизиқиш уйғотган<sup>55</sup> бўлиб, бу фикр ҳанузгача инкор қилиб бўлмай келинмоқда<sup>56</sup>. Шу муносабат билан Россияда дастлабки тарзда қимматли қоғозлар бўйича Федерал Комиссия ўрнига макрорегулятор функциясини бажарувчи Молия бозорлари бўйича Федерал хизмати (МБФХ) тўзилиб, иккинчи босқичда (ҳозирда) эса халқаро<sup>57</sup> ва Россия амалиётидан келиб чиқиб, муаллифнинг фикрича<sup>58</sup>, Россия молия бозори макрорегулятори концепцияси пишиб етилди.

Айтилганларга асосан, бошқа мамлакатлар тажрибасидан келиб чиқиб, Ўзбекистон шароитида ҳам молия бозори макрорегуляторини тезроқ тузишни мақсадга мувофиқ объектив ҳолат деб билиш мумкин<sup>59</sup>.

<sup>54</sup> Davies Howard, Chairman, Financial Services Authority. The Single Financial Market in Five Years Time: How Will Regulation Work?//Brussels: Speech 20 March, 2000.

<sup>55</sup> Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала»//Cadogan Financial.-1999, ноябрь.

<sup>56</sup> А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-с.с.156-169; Вавулин Д. О новом регуляторе Российского фондового рынка.//Рынок ценных бумаг, №11(266), 2004.-с.с.19-23; Зенькович Е. Вопросы регулирования рынка ценных бумаг.//Рынок ценных бумаг, №13(268), 2004.-с.с.34-37.

<sup>57</sup> Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998; Guidance on Information Sharing, IOSCO,1998; Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996; Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996; Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption, IOSCO, 1993; Supervision of Financial Conglomerates, IOSCO, 1999; Supervisory Framework for Markets, IOSCO, 1999.

<sup>58</sup> 2007 йилда Давлат Думасига макрорегулятор бўйича конун лойиҳаси киритилган бўлиб, бу конун қабул қилиниши аниқлиги кўпчилик томонида табиий ҳолат бўлиб кўрилмоқда.

<sup>59</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане.//Журнал «Рынок, деньги и кредит», № 4 (107), 2006.-с.с.6-9.

Ўзбекистонда макрорегуляторни тузиш келажакда молиявий глобаллашув жараёнларига осонроқ ва тўлиқ қўшилиш имконини бериши мумкин бўлиб, жаҳонда ривож топиб бораётган куйидаги иқтисодий тенденциялар ва назарий концепциялар билан белгиланади:

- молия институтлар ва улар инструментларининг универсаллашуви;
- молия бозорларининг турли сегментларида фаолият юритувчи молиявий конгломератларни ташкил топиши;
- молия институтларининг бир-бирлари ўртасида ўзаро молиявий инструментлар билан алмашилиши;
- миллий регулятив нормаларнинг ўзаро унификациялашуви, стандартлашуви ва мослашуви йўли билан миллий молия бозорларининг интернационаллашуви ва глобаллашуви, молия бозорлари қатнашчилари фаолиятининг информацион транспарентлиги (9.1 ва 9.6-чи параграфларга қаралсин) ва рисксизлилик даражаларини ортиб бориши;
- молиявий инструментларнинг диверсификацияланишида Интернет-молиявий бизнесни жадал ривожланиши;
- молия бозорлари индустрияси сифатини бошқаришнинг комплекс тизимларини шаклланиши<sup>60</sup>;
- молия соҳасида финансометрика (секьюриметрика)<sup>61</sup> ва молия инжинирингини жадал ривожланиши<sup>62</sup>, уларнинг асосида банкларниқига ўхшаш молиявий маҳсулотларнинг ва секьюритизациялашган активларнинг ҳажмини тез ошиб бориши;
- умуман олганда умумжаҳон миқёсида глобаллашув жараёнларини жадаллашуви билан боғлиқ бошқа ҳодиса ва воқеликлар.

Макрорегуляторни Ўзбекистон шароитида тузилиши ундаги ҳозирда ушбу китобга кўтарилган (3.3-чи параграфга ҳам қаралсин) ва миллий молия бозори ва корпоратив бошқарув (сиёсат) механизмида (тизимда) мавжуд бўлган кўп муаммоларни ечимига ёрдам бериши мумкин. Таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон учун умуман олганда энг асосий муаммолар – бу инвестицияларни жалб қилиш, иқтисодиёт реал секторини модернизация-лаштириш ва барқарор индустриал ўсишга эришиш бўлганлиги сабабли молия бозори макрорегулятори долзарб ҳисобланади.

Макрорегуляторларга оид мавжуд халқаро тажрибага<sup>63</sup> ҳамда муаллифнинг 1.1.1-1.1.4, 1.2.1, 1.6.1, 1.7.1-1.7.4, 2.2.1-2.2.4 расмларда келтирилган моделларига ва уларга оид назарий фикр-мулоҳазаларга асосланиб, на фақат Ўзбекистон, балки бошқа қизиқиш билдирган мамлакатлар учун ҳам иқтисодиёт, молия бозори ва унинг макрорегуляторини ўзаро бир-бир билан сабаб-оқибатий боғлиқликда бўлган макродаражада мувозанатлаштирилувчи бир бутун мураккаб иқтисодий тизим сифатида куйидаги концептуал моделлар (9.5.1 ва 9.5.2 расмлар) кўринишида тавсия этиш мумкин. Ушбу концептуал моделларнинг математик тарздаги фаолияти қонунияти 1.7.1 ва 1.7.2 формулаларга асосан мувозанатлаштирилувчи квазианалоглар сифатида ташкиллаштирилади ва моделлаштирилади. Бунда молия бозори иқтисодиётнинг реал секторини “аналог-эгизи”, яъни эквиваленти, демак, моделлаштириш (тартиблаштириш) объекти, макрорегулятор эса макромолиявий мувозанатлаштирувчи механизм сифатида намоён бўлиб, 9.5.1 ва 9.5.2 концептуал

<sup>60</sup> Шохазамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.

<sup>61</sup> Шохазамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.

<sup>62</sup> Шохазамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

<sup>63</sup> Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998; Guidance on Information Sharing, IOSCO,1998; Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996; Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996; Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption, IOSCO, 1993; Supervision of Financial Conglomerates, IOSCO, 1999; Supervisory Framework for Markets, IOSCO, 1999.

моделларнинг фаолият қонуниятини умумий ҳолда мос равишда алгебраик (1.7.1 формула) ва дифференциал (1.7.2 формула) тенгламалар билан ифодаланадиган квазианалог моделларга асосланади.

Келтирилган концептуал моделларда:  $CT$  – савдо тизимлари (фонд биржалар ва биржадан ташқари электрон савдо тизимлари);  $R$  – фоиз ставка;  $\mathcal{B}$  – фонд бозори индекслари;  $F$  и  $f$  – таъсир этувчи функциялар вектори (омиллар);  $A$  – ўзгарувчан параметрлар матричаси (молия бозори ва макрорегулятор параметрлари);  $X$  – номаълумлар вектори;  $E$  – ечимнинг зарурий аниқлиги.

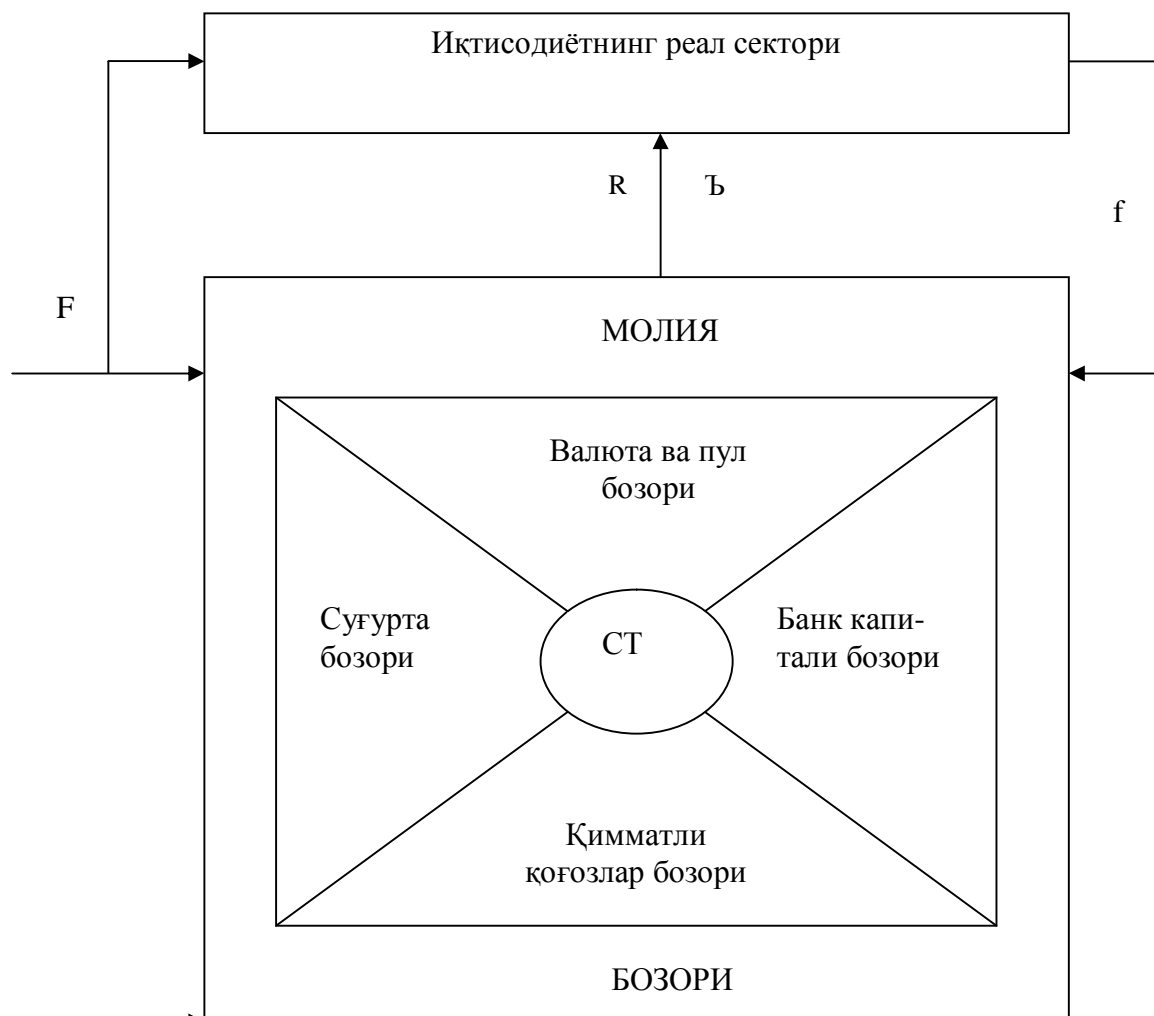
Концептуал моделларга асосан (9.5.1 ва 9.5.2 расмлар), молия бозори макрорегулятори умумдавлат даражадаги алоҳида механизм доирасида фаолият юритувчи миллий тузилма шаклида бўлиб, ўзаро боғланган уч органдан иборат: мувофиқлаштирувчи орган (координацион кенгаш), эксперт кенгаш и молия бозори регулятори (тартиблаштирувчи ижроия органи).

Макрорегуляторни бундай шаклда ташкиллаштирилишига куйидагилар асос бўлиб чорлайди:

- макрорегулятор ўз зиммасига молия бозорини ва у орқали иқтисодиётнинг реал секторини стратегик тартиблаштириш (мувофиқлаш-тириш ва назорат қилиш) ва ривожлантириш масалаларини комплекс ечилишини олади;

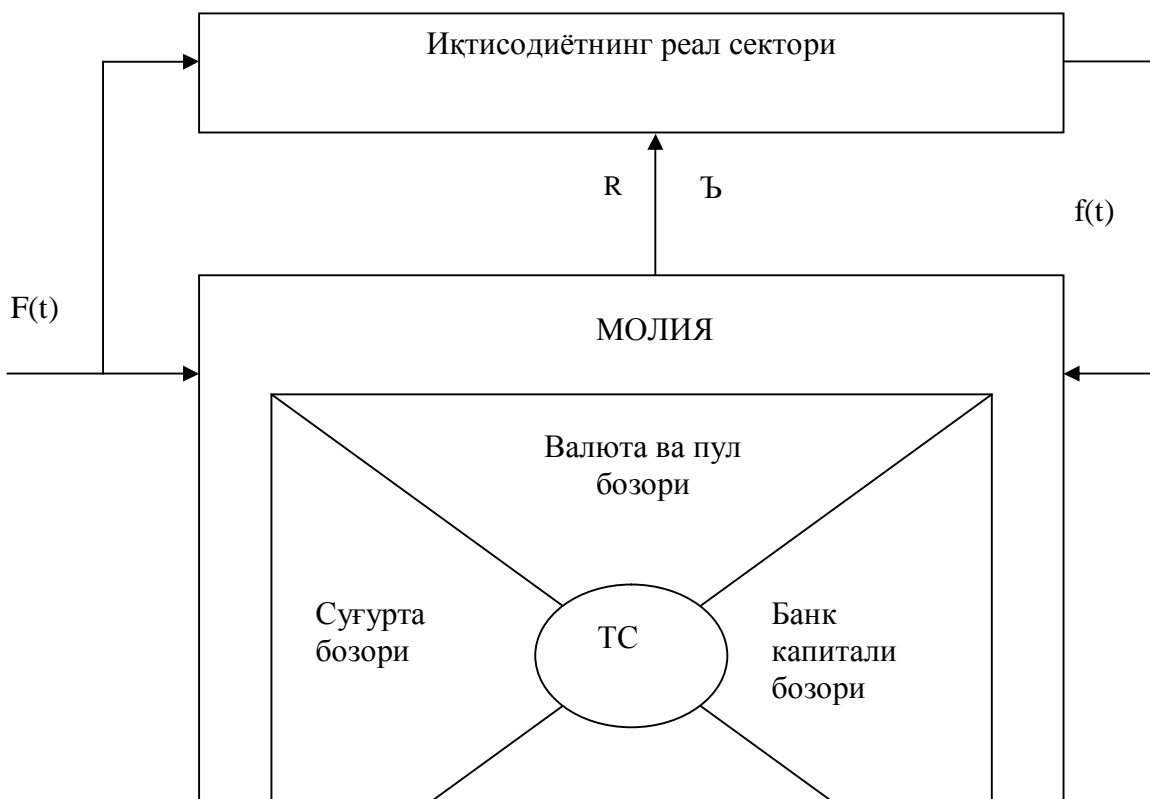
- ҳукумат ва унга қиравчи ижроия органлар ҳамда Марказий банк томонидан ишлаб чиқилган меъёрий ҳужжатлар лойиҳаларини дастлабки тарзда кўриб чиқиш, уларни миллий иқтисодиёт амалиётига жорий қилишни ва зарурий ҳолларда уларга тегишли оператив коррективкаларни амалга оширади;

- мураккаб иқтисодий тизим модели (9.5.1 ва 9.5.2 расмларда кўрсатилган концептуал моделлар) асосида уни (ундаги таркибий қисмлар билан бирга, яъни реал сектор, молия бозори ва макрорегулятор билан ўзаро уйғунликда) тизимли, оператив равишда, арзон ва қулай математик моделлаштириш ва оптималлаштириш асосида макро- ва микродаражада тартиблаштириш бўйича самарали қарор қабул қилиш.





Расм.9.5.1. Матрицавий-вектор шаклидаги алгебраик тенгламалар системаси ёрдамида ифодаланувчи мувозанатлашувчи квазианалог модел кўринишидаги концептуал модел (мувозанатлаштирилувчи мураккаб иқтисодий тизим)



Расм.9.5.2. Матрицавий-вектор шаклидаги дифференциал тенгламалар системаси ёрдамида ифодаланувчи мувозанатлашувчи квазианалог модел кўринишидаги концептуал модел (мувозанатлаштирилувчи мураккаб иқтисодий динамик тизим)

Макрорегуляторнинг таркибий қисмларини ташкил этувчи органлар ваколати ва фаолиятини Ўзбекистон мисолида кўриб чиқамиз.

Мувофиқлаштирувчи орган депутатлар, Марказий банк ва Ҳукумат органларининг (иқтисодий, ижтимоий, хизматлар ва саноат комплексларига кирувчилари) ҳамда нодавлат нотижорат ташкилотлар ўзаро келишган ҳолда молия бозорида сиёсатлари ва фаолиятларини самарали уйғунлаштириб юритишлари учун ташкил этилади. Масалан, бу орган таркибига қуйидаги нодавлат нотижорат ташкилотларнинг ваколатли вакиллари кириши мумкин: ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар, Ўзбекистон банклари ассоциацияси, Савдо-саноат палатаси, истеъмолчилар ҳуқуқларини ҳимоялаш бирлашмалари Федерацияси ва ҳ.к. Ушбу орган молия

бозори бўйича ҳуқуқ ўрнатувчи функциясини бажаради. Ушбу органга ҳар бир сиёсий партиядан бир депутат кириши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, макрорегуляторнинг ушбу органига Марказий банк ва Молия вазирлигига тегишли сиёсатларни юритиш функцияси берилиши мумкин эмас. Бунда макрорегулятор функциясига миллий валюта курсини ушлаб туриш, охириги инстанция кредитори, банклараро кредит ставкасини ўрнатиш, эмиссия (пул ва давлат қимматли қоғозлари) ваколатлари кириши мумкин эмас.

Эксперт орган ҳолис маслаҳат бериш, тақдим этилган меъёрий ҳужжатлар лойиҳаларини ҳолис экспертиза қилиш ва ички арбитраж вазифаларини бажариши мумкин. Бу орган мамлакат Парламенти билан мувофиқлаштирувчи кенгаш ва ижроия органининг фаолияти сифатини экспертиза қилиб бориш мақсадида узвий ишлайди ва унинг таркибига молия соҳаси ва бозорини профессионал равишда биладиган депутатлар (бир сиёсий партиядан бир киши), юқори малакали молия соҳаси амалиёти мутахассислари ва молиячи олимлар Парламент (Қонунчилик Палатаси) тавсияси билан киритилади. Бунда Парламент эксперт комиссияси ва мувофиқлаштирувчи кенгашининг таркибини белгилайди, тасдиқлайди ва ўзгартиради.

Макрорегуляторнинг жорий назорат ижроия органи функциясини молия бозорини тартиблаштиришга ваколатли алоҳида давлат ташкилоти бажаради. Бу ташкилот ўз фаолиятида мувофиқлаштирувчи кенгаш олдида ҳисобот беради ва эксперт комиссияси учун очик (шаффоф) бўлади. Унинг раҳбарияти 3 кишидан иборат (Раис ва икки ўринбосар) бўлиб, уларнинг ҳар бири уч йилда (раҳбарият ишини тўхтатмаслик ва узлуксизлигини таъминлаш учун) Давлат раҳбари (Ўзбекистон Республикаси Президенти) томонидан Олий Мажлис Сенати билан келишилган ҳолда тайинланиб ва ротацияланиб борилади. Бунда орган раҳбариятига аввал тайинланган киши бошқа маротаба қайта тайинланиши мумкин. Лекин бу орган раҳбарияти таркибига (Раис ва икки ўринбосар) тайинланган бир аъзо фақат бир сиёсий партия аъзоси ёки партиясиз (алоҳида ҳода) бўлиши мумкин.

Бунда молия бозорини тартиблаштиришга ваколатли алоҳида умуммиллий мавқега эга макрорегуляторнинг жорий назорат ижроия органи Марказий банк ва Ҳукумат органларига бўйсунмаслиги лозим. Бу органни молия бозори бўйича давлат Комиссияси (МБДК) деб номлаш мумкин. МБДК Ўзбекистон Респудликаси Президентига бўйсунди ва фаолияти Парламент (жумладан, унинг томонидан тасдиқланган мувофиқлаштирувчи кенгаш) томонидан назорат қилиб борилади. МБДК молия бозори қатнашчиларига нисбатан ҳуқуқ қўллаш ва назорат функциясини бажаради.

МБДК раиси бир вақтнинг ўзида мувофиқлаштирувчи органда раислик қилиш ваколати Парламент томонидан келишилган ҳолда берилиши мумкин.

Умуман олганда, макрорегулятор Парламент олдида мунтазам ҳисобот бериб боровчи ва унга бўйсунувчи (тобе) маҳсус умуммиллий орган ҳисобланиб, унинг фаолият механизми маҳсус у тўғрисидаги алоҳида қонун билан белгиланилиши зарур.

Бундай шаклда ташкиллаштирилган макрорегулятор ҳозирда жаҳон амалиётида мавжуд бўлган (юқорида икки катта гуруҳга ажратилган) макрорегуляторларнинг (мегарегуляторларнинг) фаолият механизмини анча такомиллаштириши, уларнинг ҳуқуқ ўрнатиш ва ҳуқуқ қўллаш функцияларини биргаликда уйғунлашган ҳолда амалга оширилишини таъминлаши мумкин<sup>64</sup>.

## ***Саволлар***

---

<sup>64</sup> Келтирилган макрорегулятор концепцияси ва механизми лойиҳаси муаллиф томонидан Ҳукуматга 2007 йилда тақдим этилган.

1. Молия бозори макрорегулятори тушунчасининг мазмуни нимадан иборат?
2. Жаҳон амалиётидаги макрорегуляторлар қандай гуруҳларга ажратилади?
3. Ўзбекистонда макрорегуляторни тузиш нималардан келиб чиқади ва қандай натижалар беради?
4. Макрорегулятор моделлари қандай бўлиши мумкин?

#### ***Топшириқлар***

1. Макрорегуляторлар тўғрисида аналитик обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

### **9.6. Молия бозори транспарентлиги, ундаги ахборот ва ҳисоботлар тизими**

Молия бозори транспарентлиги деганда молия бозори ва унинг барча қатнашчилари фаолияти тўғрисидаги информацияларни (маълумот ва ҳисоботларни) очиклиги, ошкоралиги, аниқлиги, тўлиқлиги, ўз вақтида (белгилан-ган муддатларда) берилиши ва тўғрилиги, умуман олганда информация шиффолиги тушунилади. Маълумот ва ҳисоботларларни ихтиёрий (зарурат асосида) ва мажбурий равишда транспарентликнинг маълум сифат даражасида (5.1 ва 5.2 параграфларга қаралсин) берилиши мумкин бўлганлари мавжуд.

Молия бозори транспарентлигининг бош мақсади инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини ҳамда рискларини пасайтирилишини таъминлашга қаратилган бўлиб, ўз ичига сифатли очиб берилиши мажбурий ва ихтиёрий бўлган информациялар ҳамда уларга қўйилган қонуний сифат талаблари тизимини олади. Транспарентликнинг бош вазифаси молия бозорида содир бўлиши мумкин бўлган ҳар турдаги рисклар, товламачиликлар ва қонунбузарликларни информациялар тизими орқали олдини олиш ва пасайтириш.

Транспарентлик турли усуллар ва шаклларда амалга оширилиб, улар тартиблаштириш концепциялари ва моделларидан келиб чиққан ҳолда қонуний-меъёрий ҳужжатлар билан белгиланади (9.1 параграфга қаралсин).

Транспарентлик усуллари ва шакллари молия бозорига оид қонунчилик ҳужжатлари билан белгиланади.

Информацияни очиб бериш шакллари турли бўлиши мумкин, масалан, молия бозори қатнашчилари тўғрисидаги ҳисоботлар ва информацияларнинг стандарт шакллари. Бундай стандарт шаклларда тузилган ва тўлдирилган ҳисобот ва информациялар қонунчилик ҳужжатларига мувофиқ белгиланган сифат даражасида, муддатларда, ҳажмларда ва тартибда очиб берилиши ва тақдим этилиши талаб қилинади.

Транспарентликни таъминлаш борасида административ ва жамоатчилик чоратадбирларига асосланган усуллар қўлланилади, яъни, информацияни очиб беришлик мос равишда давлатнинг қонунчилик ҳужжатлари ва жамоатчилик (ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар) меъёрлари асосида амалга оширилади. Аммо, бу усулларнинг ичида энг устувори ва зарури административ усул ҳисобланади, чунки жамоатчилик меъёрлари давлат қонунларига тўлиқ асосланади.

Айтиш жоизки, дунёнинг барча мамлакатларида мавжуд бўлган молия (қимматли қоғозлар) бозори тўғрисидаги қонунлари икки асосий компонентани ўз ичига олади: товламачиликларни

олдини олиш; информацияни очиб беришликка қўйилган талаблар. Ҳар иккала компонента ҳам инвесторларнинг ҳақ-хуқуқларини ҳимояланишига қаратилган бўлиб, молия бозори тартиблаштириш тизимининг энг муҳим, бирламчи, устувор вазифаси ҳисобланади. Бунинг учун молия бозорида инвесторларнинг инвестицион фаолияти жараёнидаги ҳақ-хуқуқлари давлат томонидан ҳар томонлама қонуний қафолатланади ва уларни бу жараёнга жалб қилиниши қўллаб-қувватланиб рағбатлантирилади, уларнинг инвестицион мавқеи бошқа қатнашчиларникига қараганда салмоқли ва барча қатнашчиларга нисбатан талаблари устувор бўлиши таъминланади. Умуман олганда, транспарентлилик сифати инвесторда тўлиқ ҳимояланганлик ҳисини ва фаолликка зарурий шарт-шароитлар яратилишига кўмаклашади. Бунда товламачиликлар билан боғлиқ рисклардан сақланишини таъминлаш борасида ваколатли давлат тартиблаштириш органлари томонидан махсус қонуний меъёрлар ўрнатилган (9.1 параграфга қаралсин), масалан, қимматли қоғозларни муомалага чиқарилишини “мавжуд фактлар бўйича текшириш”, “мовий осмон қонуни”, “асосий стандартлар тўплами”, “дискрецион ваколатлар”, “эмиссияланувчи қимматли қоғозлар сифатини регулятив стандартларга мос келиши”.

Информацион шаффофликни таъминлашга асосланган тартиблаш-тириш концепциясига биноан молия бозорининг барча қатнашчиларини ҳар қандай фаолияти ва натижалари сифат даражасида ошқора қилиниши зарур.

Шу муносабат билан 5.3 параграфда келтирилган транспарентлилик-нинг сифат мезонини молия бозорининг барча қатнашчиларига нисбатан қўллаш мумкин, яъни қатнашчиларнинг транспарентлилик даражаси (яъни адекват информацион транспарентлилик)  $A(T)^K$  унинг барча операциялари ва уларга оид информацияларнинг ўзаро адекватлиги (тўғрилиги, аниқлиги, ўз вақтидалиги, ишончлилиги) билан белгиланади. Мос равишда бу критерий (мезон) қуйидагича ифодаланади:

$\min A(T)^K = A^T$  (қонун билан ва молия бозори томонидан ўрнатилган тартибда талаб қилинадиган информациялар сони ва сифати миқдори кўпайтмаси) –  $A^P$  (қатнашчи томонидан реал таъминлаб берилган информациянинг сони ва сифати миқдори кўпайтмаси).

Бунда информациянинг сифат миқдори қатнашчининг молия бозоридаги имиджини ташкил этувчи ва ҳолати сифатини белгиловчи иқтисодий (молиявий), корпоратив бошқаруви, молиявий инструментлари ва бошқа кўрсаткичлари асосида баҳоланиши мумкин бўлган рейтинг ва/ёки рейтинг ёрдамида ифодаланади. Информациялар сони эса қатнашчи томонидан берилиши лозим бўлган ҳисоботлар ва маълумотлар миқдоридан келиб чиқади.

Таъкидлаш жоизки, умуман олганда, идеал ҳолатда мамлакатдаги инвесторларнинг фаоллилик даражаси ( $\Phi$ ), яъни (5.2 параграфга қаралсин):

$\min \Phi = SV$  (инвестиция сифатидаги жамғарма ҳажми ва инвестициялар ликвидлилиги кўпайтмаси) –  $PI$  (инвестицияларнинг бозор нарҳи ва иқтисодиёт учун зарур бўлган инвестициялар ҳажми кўпайтмаси)

қатнашчиларнинг транспарентлилик даражасига ( $A(T)^K$ ) эквивалент бўлади, яъни қатнашчиларнинг транспарентлиги юқори бўлганда, инвестицион фаолликни ҳам юқори бўлишини қузатиш мумкин.

Агар бундай тенглик таъминланган бўлса, унда мамлакат молия бозоридаги инвестицион муҳит адекват равишда юқори қувватга эга ҳисобланади.

Информацияни очиб бериш жараёни (информация ихтиёришликми ёки мажбурий тарзда очиб берилишидан қатъий назар) ўз ичига қуйидаги информация манбалари ва турларини олади<sup>65</sup>:

	<i>Бирламчи бозор</i>	<i>Иккиламчи бозор</i>
<i>Эмитентлар</i>	Эмиссия проспеклари, молия-вий ҳисоботлар, қимматли қоғоз-лар чиқариш тўғрисидаги маълумотлар, информация меморандумлар.	Молиявий ҳисоботлар, эмитентнинг ўз фаолияти, мулки тузилиши ва бошқа-рилиши, чиқарилган қимматли қоғоз-лари тўғрисидаги ҳисобот, диққатга мойил фактлар тўғрисидаги информация, акциядорлар умумий йиғилишида овоз бериш ҳуқуқига ишончнома олиш учун мурожаат қилиниши чоғида махсус очиб бериладиган информация.
<i>Инсайдерлар*</i>	Инсайдерларнинг қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялари тўғрисидаги маълумотлар.	
<i>Профессионал қатнашчилар</i>	Мижозларига тақдим этиладиган ҳисоботлар; фаолияти бўйича молиявий ва бошқа турдаги ҳисобот; молиявий маҳсулотларни сотиш чоғида очиб бериладиган, рисклар ва мижозлар истак-ҳоҳишларига тўғри келиши ва ҳ.к. тўғрисидаги информация; эмитент сифатида очиб бериладиган информация.	
<i>Савдо тизимлари (жумладан, биржалар)</i>	Содир этилган операциялар ҳажми ва нарҳлари, бозор тузилмаси ва ташкиллаштирилиши, товарлар тўғрисидаги информация; молиявий-ҳўжалик фаолият тўғрисидаги информация; биржа маҳсулотлари сотилиши чоғида очиб бериладиган информация; эмитент сифатида очиб бериладиган информация (агар биржа акциялари листинга эга бўлса).	
<i>Регуляторлар</i>	Статистик информация; эмитентлар, профессионал қатнашчилар ва бозорда содир этилган операциялар тўғрисидаги барча учун очиб бериладиган информация.	

\*- хизмати доирасидаги ва бошқаларга маълум бўлмаган информацияга эга бўлган шахслар.

Жаҳонда энг кўп қўлланиладиган статистик информация манбалари қуйидагилар ҳисобланади:

<i>Ташилот</i>	<i>Интернет-сайти</i>	<i>Мазмуни</i>
Биржаларнинг умумжаҳон Федерацияси (WFE)	<a href="http://www.world-exchanges.org">www.world-exchanges.org</a>	Жаҳоннинг кўпчилик биржалари бўйича статистика
Халқаро валюта фонди	<a href="http://www.imf.org">www.imf.org</a>	Ҳар ойлик халқаро молиявий статистика, ҳар йиллик халқаро фонд биржалари статистикаси,
Жаҳон банки	<a href="http://www.worldbank.org">www.worldbank.org</a>	Йиллик тўплам (мамлакатлар бўйича

<sup>65</sup> А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.51-54.

		индикаторлар)
Халқаро ҳисоб-китоблар банки (BIS)	<a href="http://www.bis.org">www.bis.org</a>	Ҳар чорақда чиқадиган справочник (ҳалқаро ва миллий бозорлар ҳолатини ифодаловчи, эмитентлар бўйича)
Morgan Stanley Capital International	<a href="http://www.msci.com">www.msci.com</a>	Мамлакатлар бўйича MSCI фонд индекслари коллекцияси
Иқтисодий ҳам-корлик ва ривожланиш ташкилоти (OECD)	<a href="http://www1.oecd.org/dac/debt/">www1.oecd.org/dac/debt/</a>	Мамлакатлар бўйича ташқи қарзлар тўғрисидаги информация базаси
Standard&Poog's	<a href="http://www.spglobal.com">www.spglobal.com</a>	Ривожланаётган бозорлар ва фонд индекслари тўғрисидаги информациялар

Информацион транспарентлиқни таъминлашнинг жаҳон амалиё-тидан келиб чиққан ҳолда айтиш мумкинки, информацияни очиб берилиши самарадорлигини ошириш учун икки поғонали транспарентлиққа эришиш мақсадга мувофиқ. Биринчи поғонасида (қуйи) ҳар бир қатнашчи тўғрисида мажбурий ва ихтиёрий (лекин улар учун зарурий) ҳисобот ва информациялар қонунчилик ҳужжатлари билан белгиланган тарзда, усулларда, шаклларда, сифат даражасида очиб берилади. Иккинчи поғонада эса бозор ҳолати ва тенденциялари, индекслар (3.2 параграфга қаралсин), муҳим макроиндикаторлар (3.1 параграфга қаралсин) тўғрисидаги информация очиб берилади. Бунда ҳар иккала поғонада очиб берилган информациялар ўзаро эквивалент бўлишига интилиш лозим.

Жаҳон ва Ўзбекистон амалиёти бўйича молия бозоридаги ҳисоботлар ва информациялар механизми ва тизими тўғрисида батафсил маълумотларни тегишли мавжуд ўқув адабиётлардан ўрганиш тавсия этилади.

Саволлар

1. Молия бозори транспарентлиг тушунчасининг мазмуни нимадан иборат?
2. Транспарентлиқнинг мақсади, усуллари ва шакллари нимадан иборат?
3. Молия бозори қатнашчиларининг транспарентлиқ даражаси қандай баҳоланади?
4. Инвесторларнинг фаоллик даражаси қандай баҳоланади?
5. Транспарентлиққа информацияларнинг қандай манбалари ва турлари киради?

Топшириқлар

1. Молия бозори транспарентлиги тўғрисида аналитик обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **9.7. Ўзбекистонда молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш механизмлари**

*Молия бозори модели ва тартиблаштириш тизими билан боғлиқ баъзи муҳим масалалар*

Ўзбекистон молия бозорини тартиблаштириш тизими 9.3 параграфда келтирилган биринчи туркум моделига киради. Унинг хусусияти шундаки, унда ҳозирча на банкларнинг, на молия институтларининг (инвестиция институтлари, суғурта ташкилотлари, фондлар), на институционал инвесторларнинг, на майда чакана инвесторларнинг алоҳида устунлиги кузатилмайди. Алоҳида сегментларга (пул, валюталар, корпоратив ва давлат қимматли қоғозлари, суғурта инструментлари, кредит ва банкларнинг бошқа инструментлари бозорларига) эга бўлиб, улар ҳозирда бир-бири

билан тўлиқ боғлиқ эмас ва ҳар бири турли ваколатли давлат органлар томонидан алоҳида тартиблаштирилади (мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади).

Молия бозорини тартиблаштириш модели англо-саксон ва континентал моделлари элементларни ўз ичига олади.

Молия бозорида акциядорлик компаниялари корпоратив бошқарув тизими англо-саксон (“инвесторлик”) моделидан фарқли континентал (Германиядагига ўхшаш “инсайдерлик” ёки “икки поғонали”) моделга асосланганлиги (3.4 параграфга қаралсин) ва ички нодавлат инвестициялар ҳажмини камлиги, хусусийлаштириш механизми кам самарали бўлгани ва регуляторларнинг кўп сонлилиги, банклар, суғурта ташкилотлари ва бюджетдан ташқари фондларнинг етарлича инвестицион самара билан ишламаётгани сабабли, барча ўтиш иқтисодиётига мансуб мамлакатлар сингари маълум даражада муаммолар келиб чиқмоқда:

1. Миноритар акциядорлар улушлари камайиши ҳисобига йирик акциядорлар пайдо бўлиши, натижада инвестициялар сифатидаги молиявий ресурслар жалб қилиниши сусайиши кузатилмоқда. Чунки йирик инвесторлар корпоратив манфаатлари ила компанияларда устувор мавқени эгаллаб, ташқи портфел инвестициялар оқимига тўсқинлик қиладилар, бу эса янги эмиссияларга (айниқса *IPO* механизмини жорий қилинишини) йўл бермайди, листинг даражасидан узоқлаштиради, қимматли қоғозларнинг очик бирламчи ва давомий узлуксиз иккиламчи бозори ривожига салбий таъсир кўрсатади. Бунда айтиш жоизки, кўпчилик ички стратегик инвесторлар акцияларини йирик пакетлари доирасида компанияларига узоқ муддатли кўшимча инвестицияларни йўналтиришни кўпдан хоҳламайдилар, балки иложи борича компаниянинг ички резервлари ҳисобига ўзларининг сарфлаган капиталлари қайтимига қизиқадиладар, бу эса компаниянинг капитализация даражасини кескин пасайтириб, модернизациялаштириш ва инвестицияларга муҳтожлигини кескин оширади. Ташқи йирик стратегик инвесторлар эса ўзларига тобе бўлган компанияни узоқ муддатли стратегик режа ва манфаатлари или иккиламчи бозорга чиқаришга мойил бўлмайдилар.

2. Банк тизими модели англо-саксон моделидан фарқли кўпроқ Германиядагига ўхшаш моделга асосланганлиги банкларни молия бозор-ларида тўлиқ қонли инвестицион ва кредит операцияларнинг ташаббускори ва катализатори сифатида фаоллик қилишига тўсқинлик қилмоқда. Банклар учун акциялар бозори юқори рискли бўлгани ва компанияларнинг корпоратив бошқарувида иштирок этишга мойил бўлмаганликлари (назорат пакети бўлмаганлиги ва уларнинг асосий фаолиятлари доирасидан ташқари бўлганлиги) учун портфел инвестицияларга кам мойил бўладилар. Бундан ташқари банкларнинг ресурслари, капитализация даражаси ва маржаси нисбатан камлиги сезилмоқда.

3. Суғурта тизими ҳали яхши ривожланмаганлиги ва инвестицион ресурслари камлиги, ҳамда фонд бозорида тўғридан тўғри портфел инвестициялар билан шуғуланмаганлиги сабали, улар на корпоратив бошқарув тизимида, на бирламчи ва иккиламчи бозорларда фаоллиги сезилмаяпти.

4. Бюджетдан ташқари фондлар фақат давлат қимматли қоғозларига инвестициялар қилиш билан чекланганлар, акциялар бозори улар учун жуда рискли.

5. Инвестиция институтлари, айнқса инвестиция фондлари ва компанияларнинг инвестицион ресурслари ҳажми ва менежменти сифати жуда паст, улар асосан хусусийлаштириш механизми омили таъсири остида қолганлар.

6. Нисбатан кўп вақт давомида хусусийлаштирилган компанияларда давлатнинг ихтиёрида акцияларнинг йирик пакетлари туриб қолганлиги ва уларда корпоратив бошқарув ва менежмент (молиявий, административ ва стратегик) тизими самарасиз қолганлиги (унда асосан давлатнинг ишончли вакиллари сифатида давлат органлари хизматчилари ва ишончли бошқарувчи



компаниялар давлат номидан қатнашганлари самарасиз бўлганлиги), натижада реструктуризация самарасиз амалга оширилиб, модернизация қилинмай молиявий аҳволи борган сари ёмонлашиб борганлиги сабали, давлат ресурсларининг кўп қисми стратегик ва спекулятив портфел инвесторларга сотилиши қийин бўлиб келмоқда, сотилса ҳам йирик инвесторларга кетмоқда, натижада салбий ҳолатлар юзага келмоқда. Бунда банклар ва бошқа молия институтларининг инвестицион фаоллиги сезилмай келмоқда, хусусийлаштириш органи эса ҳозирда кўп мамлакатларда самара бераётган *IPO* механизмини қўллаш асосида давлат ресурсларини самарали жойлаштиришни жорий қилмаяптилар.

7. Хусусий мулкчилик тизими ва унга таянган бизнес яхши риволанмай суствлигича қолмоқда. Бунда Эрнандо де Сото хулоса ва таъкидлари ўз тасдиғини топмоқда<sup>66</sup>.

8. Компанияларнинг базавий қимматли қоғозлари жалбдор ва товар бозорида рақобатбардош бўлмаганлиги, давомий узлуксиз барқарор иккиламчи (спекулятив) бозор йўқлиги сабабли, базисли қимматли қоғозлар (деривативлар) бозори шаклланишига йўл бермаяпти.

9. Банклар ва турли компанияларда эмиссион, дивиденд ва инвестицион сиёсатлари менежментининг уйғунликдаги оптимал балансига эришиш масаласига аҳамият берилмасдан келинмоқда, натижада улар ички ва ташқи ресурсларни самарали жалб қила олмаяптилар.

10. Давлат регулятив институтларининг кўп сонлиги ва тартибланиш-тириш механизмлари бир-бирлари билан бир мунча номутаносибликда бўлганлиги (уларни уйғунликда бирлаштирадиган бир бутун ягона умуммиллий макрорегулятор йўқлиги) сабали, молия бозори умуман олганда иқтисодиётдаги ўз функциясини тўлиқ ва самарали бариши қийин кечмоқда, бунда эса бозор қатнашчилари ўз вазифаларини бажаришга тўлиқ қодир бўлмаганича қолмоқдалар.

11. Давлат қимматли қоғозлари турлари ва ҳажми нисбатан камлиги, улар билан боғлиқ операцияларнинг суствлиги, Марказий банкнинг очик молия бозорларидаги операциялари сезиларли эмаслиги молия бозорини ривожланишига тўсқинлик қилмоқда. Бундан ташқари маҳаллий ҳокимиятлар томонидан муниципал облигациялар чиқарилмаслиги қўшимча инвестицион ресурслар манбасидан фойдаланмасликка олиб келмоқда.

12. Ипотека ва лизинг бозорлари етарлича шаклланимаган. Ҳанузгача экспорт лизинги ва ипотекавий қимматли қоғозлари, векселлар ва мавжудларидан бошқа турдаги қимматли қоғозлар қоғозлар йўқ. Активлар секьюритизацияси мавжуд эмас. Молия инженерияси ва унинг инновацион маҳсулотлари таркиб топмаган ва ҳ.к.

13. Мамлакатда биржалар ва биржадан ташқари электрон савдо тизимларининг нисбатан кўплиги оборот ҳажмлари камлиги, уларнинг барчасини тижорат ташкилотлари эканлиги, мос равишда ҳисоб юритиш, савдо ва ҳисоб-китоблар ўтказиш бўйича тегишли институтлар хизматидан фойдаланувчи қатнашчиларнинг трансакцион харажатлари миқдори кўплиги, ва ўзини ўзи мувофиқлаштириш механизмига асосланмаганлиги молия бозорини майдаланишига ва самарадорлигини пасайишига олиб келмоқда. Умуман олганда, ҳисоб юритиш, савдо ва ҳисоб-китоблар ўтказиш тизими мукамал эмас.

15. Давлат компанияларнинг корпоратив бошқаруви сиёсатида икки томонлама иштирок этмоқда:

1) заруратга қараб корпоратив сиёсатнинг ҳуқуқий базасини яратиш ва такомиллаштириш ҳамда қонун ҳужжатлари нормаларига риоя қилинишни назорат қилиш йўли билан қатнашмоқда. Бу йўл корпоратив сиёсат моделини шакллантиришда кўпинча инвесторлар учун қиммат бўлган давлатнинг амалий-экспериментал эволюционизмини келтириб чиқаради;

---

<sup>66</sup> Эрнандо де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. Пер. с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.

2) Устав фондида Давлат акциялари улушига эга бўлган акциядорлик жамиятларининг корпоратив сиёсатида ушбу жамиятларни бошқариш органларидаги ўз вакиллари орқали тўғридан-тўғри иштирок этиш. Бунда учта вариант қўлланилмоқда: давлат хизматчилари ичидан вакилларни сайлаш (тайинлаш), ишончли бошқарувчига топшириш, давлат холдинглари орқали бошқариш (Италияча модель). Бу ҳолат компанияни давлат сиёсатида тўлиқ боғлиқ қилиб қўяди, компаниянинг корпоратив сиёсатида иштирок этувчи хусусий сектордан бўлган манфаатдор шахслар (инвесторлар, шериклар ва кредиторлар) иккинчи даражалилар қаторига ўтадилар ва уларнинг инвестицион фаоллиги сусаяди.

15. Юқоридагилар ва бошқа сабаларнинг барчаси мамлакатда коллектив инвесторлар институтларини инвестицион жараёнда сезиларли эмаслигига, аксинча йирик деярли самарасиз бўлган инвесторларнинг салмоғини кескин ошиб кетишига олиб келмоқда.

Жаҳон амалиётига биноан (3.3, 3.4, 9.1-9.6 праграфларга қаралсин) санаб ўтилган муаммоларнинг 10-бандида келтирилгани молия бозори ривожланишига (3.4 параграфда айтилганларни ҳисобга олинса) айниқса катта таъсир кўрсатади.

Молия бозори қатнашчиларининг фаоллиги сушт, муомаладаги молиявий инструментларининг тури кам, рисклилиги ва волатиллик даражаси баланд, капитализацияси ва ликвидлилиги паст, ҳажми кам, обороти секин, тартиблаштириш механизми такомил эмас ва ҳ.к. Буларнинг барчаси вақтинчалик ҳолат бўлиб, келажакда бошқа ривожланаётган мамлакатларнинг молия бозорлари сингари рақобатбардошлик даражасига эришиши муқаррар.

Айтиш мумкинки, ўрта ва узоқ муддатда Ўзбекистон молия бозорининг омилларнинг ижобий таъсири шароитида кескин ривожланишини башорат қилса бўлади. Бунинг учун унда барча имкониятлар мавжуд.

#### *Молия бозорининг регулятив инфратузилмаси*

Молия бозорининг регулятив инфратузилмаси институтларига қуйидаги давлат органлари киради ва улар қонунчилик билан бириктирилган тегишли ваколатларга эга.

Асосий органларга Марказий банк, Молия вазирлиги, Давлат мулкани бошқариш Қўмитаси ҳузуридаги қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази (қуйида қисқача Марказ деб юритамиз) киради. Молия бозорида антимонопол сиёсатни кўрсатиб ўтилган органлар билан биргаликда монополиядан чиқари, рақобатни ривожлантириш ва тадбиркорликни қўллаб-қувватлаш Давлат Қўмитаси амалга оширади. Молия бозорига таъсир кўрсатувчи фискал сиёсатни эса Молия вазирлиги, Давлат солиқ Қўмитаси ва Давлат божхона Қўмитаси биргаликда олиб боради. Молия бозорига оид ташқи иқтисодий фаолият билан боғлиқ масалаларни Ўзбекистон Республикаси ташқи иқтисодий фаолият вазирлиги (Агентлиги) иқтисодиёт вазирлиги биргаликда амалга оширади.

Миллий молия бозорининг банк капитали, пул ва валюта бозорларини Марказий банк ва Молия вазирлиги, суғурта бозорини Ўздавсуғуртаназорат, корпоратив қимматли қоғозлар бозорини Марказ (бу орган ҳақида маълумотларни унинг Интернет-сайтидан <http://www.uzsec.com> ва муаллифнинг мавжуд адабиётларидан кўриш мумкин), давлат қимматли қоғозлар бозорини Молия вазирлиги ва Марказий банк тартиблаштиради. Бу институтларни ҳар бири алоҳида давлат органи сифатида барчаси миллий бозорининг бир бутун давлат тартиблаштириш тизимини ташкил қилади.

Кўриниб турибдики, молия бозори ҳозирда (токи тегишли ЎЎМ ташкилотлар очилмагунича) бир вақтнинг ўзида бир нечта давлат органлари томонидан тартиблаштирилади.

Айтиш жоизки, Ўзбекистонда фонд бозорини тартиблаштириш тизимига ўзини ўзи мувофиқлаштириш (ЎЎМ) ташкилотлар ҳам киритилган. Бу билан қимматли қоғозлар бозорини

тартиблаштириш модели узоқ келажакда англо-саксон ва яқин муддатда Россия моделларига яқинлашади.

Юқорида санаб ўтилган давлат институтлари молия бозорининг умумий регулятив инфратузилмасини ташкил этиб, уларнинг ҳар бири ўзига ҳос регулятив функцияларни бажаради, яъни улар ўз ваколатлари ва соҳаси мақсад-манфаатлари доирасида молия бозори қатнашчилари фаолиятини тартиблаштиришда бир вақтнинг ўзида ҳам назорат ва ҳам қонуний тартиб-қоидаларни ўрнатувчи давлат органлари функциясини бажаради. Бу эса кўпинча улар томонидан регулятив меъёрлар ва назоратий ҳаракатларни амалга оширилиши чоғида номутаносибликлар ва қарама-қаршилиқларни келтириб чиқармоқда. Бошқача қилиб айтилса, давлат регулятив органлари-нинг фаолиятлари бир-бирлари билан мослаштирилмаганлиги, унификация-лаштирилмаганлиги, уйғунлаштирилмаганлиги, умуман бир бутун самарали регулятив тизимга келтирилмаганлиги молия бозорини тартиблаштириш механизмида сезиларли бўлмоқда. Бу ҳақда Ўзбекистон Республикаси Президенти кўп маротаба тегишли маърузавий чиқишлари, формонлари ва қарорларида таъкидлаб ўтган<sup>67</sup>.

### ***Саволлар***

1. Ўзбекистон молия бозорини тартиблаштириш хусусиятлари ва модели қандай?
2. Ўзбекистон фонд бозорини тартиблаштиришнинг қандай муаммолари мавжуд?
3. Ўзбекистонда молия бозорининг регулятив инфратузилмаси қандай?

### ***Топшириқлар***

1. Ўзбекистон молия бозорини тартиблаштириш механизми тўғрисида аналитик обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

## **X-БОБ. ЖАҲОН МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ ЗАМОНАВИЙ ТЕНДЕНЦИЯЛАРИ ВА МУАММОЛАРИ**

### **10.1. Жаҳон молия бозорининг ривожланиши тенденциялари ва муаммолари**

Жаҳон молия бозорини халқаро миқёсда глобаллашган бозор деб тавсифлаш мумкин. Жаҳон молия бозори молиявий глобаллашув жараёни маҳсули бўлиб, индустриал мамлакатларни умумжаҳон миқёсда иқтисодий самарадорлигини кескин оширди. Лекин бу жараён ривожланаётган мамлакатлар ривожига ижобий таъсирдан кўра кўпроқ салбий таъсир кўрсатиши ҳозирда барчага аён бўлиб қолди. Бунинг сабаби ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиёти индустриал давлатлар иқтисодиётига кўпдан боғлиқлигида деб билиш мумкин. Аммо бунга қарамасдан ривожланаётган мамлакатлар иложи борича молиявий глобаллашувнинг ижобий тарафларини ўзларида жорий қилишни тинмай давом эттирмоқдалар (қуйидаги жадвалга қаралсин). Бунга мисол: Марказий ва Шарқий Европа мамлакатлари, Россия, Қозоғистон, Украина, Латвия, Литва, Эстония, Ҳитой, Индонезия, Малайзия, Сингапур, Корея, ЖАР, Бразилия, Чили, Аргентина ва ҳ.к. давлатлари. Бу мамлакатларнинг борган сари жаҳон молия бозоридаги салмоғи (3.1 параграфда келтирилган умумий индикаторлар бўйича) ошиб бормоқда, молиявий глобаллашув жараёнларига қўшилиши

<sup>67</sup> Ўзбекистон Республикаси Президентининг Қарори “Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”, 2006 йил №ПП-475.

тезлашмоқда, натижада иқтисодий самарадорлиги сезиларли ортмоқда. Бундай тенденцияларни 1-чи ва 2-чи иловаларда кўриш мумкин.

Молиявий глобаллашув шароитида молия бозорларини ривожланиши узоқ келажакда дунёнинг исталган жойидан ва вақтда иштирок этиш имконини берувчи халқаро электрон биржани вужудга келишини (ҳисоб-китоб маркази ва марказий депозитарий билан комплексида) тахмин қилиш мумкин. Лекин яқин келажакда бундай электрон биржа билан бирга фонд биржалари ҳам параллел фаолият юритиб ривожланиши аниқ. Бунга халқаро ўттизлик гуруҳининг 20-та тавсияси асос бўла олади (3.3, 6.5, 7.1 параграфларга қаралсин).

**Глобаллашув эффе́ктлари (МШЕ мамлакатлари мисолида)**

<b>Салбий ҳолатлар</b>	<b>Ижобий эффе́ктлар</b>
<p>1. Молия бозорини тартиблашти-ришга оид қонунларни мослаштириш билан боғлиқ қисқа муддатли ҳаражатлар.</p> <p>2. Маҳаллий инвесторларнинг ишон-чини қозониш билан боғлиқ қийин-чиликлар.</p> <p>3. Молия бозори қатнашчиларини мослашуви билан боғлиқ қийинчи-ликлар.</p> <p>4. Эмитентларнинг ўз акциялари курси ва ликвидлилигини фонд бозо-рида таъминлаш бўйича қўшимча ҳаракатлар ва ҳаражатлар.</p> <p>5. Маҳаллий профессионал институтларнинг рақобатбардошлиликни уш-лаб туришлари бўйича қўшимча ҳаракат ва ҳаражатлар.</p> <p>6. Тартиблаштирувчи институтлар-нинг бозорни барқарорлаштириш бўйича қўшимча назорат ҳаракатлари ва ҳаражатлари.</p> <p>7. Молиявий глобаллашувнинг сал-бий тарафларини таъсири:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ривожланган ва МШЕ мамлакат-лари ўртасида асосий макроиқтисо-дий кўрсаткичлар бўйича номутоно-сибликлар;</li> <li>- МШЕ мамлакатлари ичида аҳоли-нинг турли қатламлари орасида даромадлар дифференциациясини кучайиши;</li> <li>- молия бозорини эгилувчан мосла-шувини ортиши ва капитални ташқарига чиқиш кетиши рискинни ортиши;</li> <li>- ташқи омилларга таъсирчан бўлиш.</li> </ul>	<p>1. Молия бозори бўйича такомиллаш-ган глобаллашув талабларига жавоб берувчи қонунлар.</p> <p>2. Инвесторларнинг умумевропа молия бозори миқёсида ҳимояланган-лиги.</p> <p>3. Ҳорижий инвесторларга нисбатан регулятив тўсиқларни камайиши.</p> <p>4. Компанияларда менежментни, молиявий ҳолатни ва корпоратив бошқарувни яхшиланиши.</p> <p>5. Молия институтларининг малакаси даражасини ошиши.</p> <p>6. Молия бозорини барыарорлашуви.</p> <p>7. Молиявий глобаллашувнинг ижо-бий тарафларига эга бўлиш, хусусан:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- молия ва бошқа соҳаларда инновацияларни ривожланиши;</li> <li>- халқаро бозорларга осон чиқиш ва улар орқали ташқи инвестицияларни жалб қилиш;</li> <li>- МШЕ мамлакатлари интеграцияла-шуви, умумевропа молия, информа-цион ва ҳ.к. тизимларга кириш.</li> <li>- молиявий ресурслар ҳажмини ортиши, компаниялар бизнеси салмоғини кескин кўтарилиши.</li> </ul>

Ҳозирда жаҳон молия бозорларидаги қимматли қоғозларнинг обороти халқаро товар айланмаси (оборот) ҳажмидан 60-70 баробар кўп, бу кўрсаткичнинг борган сари ортиб бориши тенденциясини кузатиш мумкин. Бунда халқаро (ҳорижий) портфел инвестицияларининг салмоғи бевосита (тўғридан тўғри) инвестициялар ва халқаро кредитлар ҳажмидан сезиларли катта бўлиб, бунга молия бозорларининг иқтисодиётдаги ролини ошиб бориши (1.1 параграфга қаралсин), секьюритизация жараёнлари ва молия инжинирингини тез суръатлар билан ривожланиши сабаб бўлмоқда.

1-чи ва 2-чи иловаларда келтирилган статистик маълумотларни таҳлили қуйидагиларни кўрсатади:

- молия бозорларини ўта нотекис ривожланиши, рақобатни кучлилиги, алоҳида мамлакатлар улушларини барқарормаслиги. Индустириал ва ривожланаётган давлатлар ва уларнинг молия бозорларини йиллик капитализация даражасини кескин фарқланиши;

- 10-15 йиллик ўлчамга эга узоқ муддатли тенденциялар. Масалан, шу давр давомида Франция, Испания, Гонконг, Индонезия, Ҳитой, Туркия, Мексика, Ҳиндистон, Россия каби давлатлар ўз салмоғини тез оширган. Бир қотор ривожланган давлатларда (Швейцария, Германия, АҚШ) ва баъзи ривожланаётган мамлакатларда (Бразилия, Ҳиндистон) акциялар бозори ривож суръатлари барқарор ошиб борган. Аксинча 1990 йилларнинг ўртасида бир қатор мамлакатлар (Япония, Канада, Тайвань, Корея, Малайзия) инвестицион ресурсларни жалб қилиш борасида ўз ўринларини бериб қўйганлар;

- унчалик катта бўлмаган бозорларнинг (1990-1996, 1999, 2005 йилларда – осие бозорлари) тез ривожланиши (масалан, Ҳитой, Индонезия), агарда бундай ривожланиш миллий иқтисодиётни ўсиши билан таъминланган бўлса;

- қисқа муддатли эффектлар – масалан, Испания ва Гонконгда (1993 й.), Туркияда (1999 й.) капитализация ҳажмини ўта тез ўсиши, Малайзияда (1993-1997 йй.) бозорни тебранишлари, АҚШда (1996 - 1999 йй., 2002-2006 йй.), Тайванда ва Кореяда (1990 йиллар бошида ва 2000-чи йилларда) бозор ҳажмини тез ортиши;

- бозорлар ва уларнинг гуруҳлари бир-бирлари билан рақобатлашиб қрама-қарши динамикага эга бўлиши мумкин (инвесторларни 1997-1998 йй. охирида ривожланаётган бозорлардан борган сари ривожланган бозорларга кетиши). Бунда рақобатнинг регионал аспекти ҳам муҳим аҳамиятга эга, масалан, 1997-1998 йй. МШЕ мамлакатлари бозорларига Осие ва Лотин Америка бозорларига қараганда инқироз камроқ таъсир кўрсатган. Ривожланган бозорларнинг рисклари ва волатиллиги ривожланаётган бозорларникига қараганда анча камлигини кузатиш мумкин (буни 1997-1998 йй. бозор rischi амалиётида кўриш мумкин).

Юқорида ва 2-чи иловада келтирилган тенденциялар негизида бир қатор муаммолар мавжудлигини кўриш мумкин. Масалан, молия бозорлари моделларининг кескин фарқланиши (3.3, 9.1, 9.3-9.5 параграфларга қаралсин), молиявий глобаллашув жараёнларини турли мамлакатларда ҳар ҳил кечиши, ташқи ва ички фундаментал омилларнинг ҳар ҳил мамлакатларда турлича таъсири, мамлакатлар ўртасида бозор рискларининг турлича тақсимланиши, жаҳон миқёсида иқтисодий ўсишни пасайиши (1-чи иловага қаралсин) ва ҳ.к.

### ***Саволлар***

1. Глобаллашув жараёнлари индустриал ва ривожланаётган мамлакатлар бозорларига қандай таъсир кўрсатади?

2. Жаҳон молия бозори ривожланишини узоқ муддатда қандай башорат қилса бўлади?

3. МШЕ мамлакатларида глобаллашув қандай эффектлар берган?
4. Жаҳон молия бозорининг ривожланиши қандай тенденцияларга эга?

#### ***Топшириқлар***

1. Жаҳон молия бозорининг замонавий тенденциялари ва муаммолари тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар бўйича луғат тузинг.

### **10.2. Халқаро молия бозорларидаги операциялар**

Ушбу китобнинг 1.5 параграфида кўрсатилганидек, молия бозорларида уларнинг қатнашчилари (V-VII бобларга қаралсин) томонидан турли операциялар тегишли битишувлар асосида амалга оширилади. Операцияларнинг турлари ҳар бир қатнашчининг молия бозоридаги функциясига мос равишда тартибли тарзда бажарилади. Операциялар молия бозорининг у ёки бу сегментида бажарилишига қараб турланиши мумкин. Масалан, валюта сегментида – валюта операциялари, фонд бозорида – қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар, кредит-пул сегментида – пул, пул воситалари ва кредит операциялари, суғурта бозорида – суғурта операциялари ва ҳ.к.

Молия бозори сегментларидаги операцияларни умуман олганда икки катта гуруҳга ажратиш мумкин: тижорат (бизнес) операциялари, регулятив операциялар. Тижорат операциялари битишув предмети бўйича эмиссион, инвестицион, савдо-сотик ва хизмат кўрсатиш операцияларига бўлинади. Регулятив операциялар савдо-сотик ва хизмат кўрсатиш операцияларини микро- ва макродаражада тартиблаштиришга (лицензион битишувга асосан регулятив меъёрларга мос равишда) қаратилган бўлиши мумкин.

Келтирилган операциялар турлари ички (миллий) бозорда ва халқаро (ташқи) молия бозорларида бажарилиши мумкин.

Молия бозорларида ҳар қандай операцияларни бажариш регулятив тарзда меъёрланган бўлади. Операцияларнинг ҳажми молия бозоридаги талаб ва таклифга боғлиқ бўлиб, амалга оширилиши сифати эса молия бозори талабларидан келиб чиқади.

Регулятив операциялар молия бозорини тартиблаштирувчи институт-лар томонидан амалга оширилади (IX-бобга қаралсин).

Эмиссион, инвестицион ва хизмат кўрсатиш (сервис) операциялари молия бозорларининг тегишли қатнашчилари (институтлари) томонидан амалга оширилади (V-VI бобларга қаралсин).

Савдо операциялари савдо тизимлари ёрдамида амалга оширилади (VII-чи бобга қаралсин). Эмиссион, инвестицион, сервис ва савдо операцияларида молия бозорининг барча қатнашчилари меъёрий тарзда белгиланган тартибда бевосита ва билвосита иштирок этадилар.

#### ***Саволлар***

1. Халқаро молия бозорларида қандай операциялар бажарилади?
2. Операцияларни қайси икки гуруҳга ажратиш мумкин?
3. Эмиссион, инвестицион, сервис ва регулятив операциялар қандай характерга эга?

#### ***Топшириқлар***

1. Жаҳон молия бозори операциялари тўғрисида таҳлилий обзор тайёрланг.
2. Терминлар бўйича луғат тузинг.

### **10.3. Ўзбекистонда молия бозорининг жаҳон молия бозорларига интеграциялашуви масалалари**

Ушбу китобнинг 3.3, 9.3, 9.4 ва 9.7 параграфларида кўрсатилганидек, Ўзбекистон молия бозори модели англо-саксон ва континентал моделлари элементларни ўз ичига олганлиги ҳамда унда акциядорлик компаниялари корпоратив бошқарув тизими англо-саксон (“инвесторлик”) моделидан фарқли континентал (Германиядагига ўхшаш “инсайдерлик” ёки “икки поғонали”) моделга асосланганлиги (3.4 параграфга қаралсин) ва ички нодавлат инвестициялар ҳажмини камлиги, хусусийлаштириш механизми кам самарали бўлгани ва регуляторларнинг кўп сонлилиги, банклар, суғурта ташкилотлари ва бюджетдан ташқари фондларнинг етарлича инвестицион самара билан ишламаётгани сабабли, барча ўтиш иқтисодиётига мансуб мамлакатлар сингари маълум даражада муаммолар мавжуд (9.7 параграфга қаралсин). Бунда Ўзбекистон молия бозорини тартиблаштириш тизими 9.3 параграфда келтирилган биринчи туркум моделига киради. Унинг хусусияти шундаки, унда ҳозирча на банкларнинг, на молия институтларининг (инвестиция институтлари, суғурта ташкилотлари, фондлар), на институционал инвесторларнинг, на майда чакана инвесторларнинг алоҳида устунлиги кузатилмайди. Алоҳида сегментларга (пул, валюталар, корпоратив ва давлат қимматли қоғозлари, суғурта инструментлари, кредит ва банкларнинг бошқа инструментлари бозорларига) эга бўлиб, улар ҳозирда бир-бири билан тўлиқ боғлиқ эмас ва ҳар бири турли ваколатли давлат органлар томонидан алоҳида тартиблаштирилади (мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади). Банк тизими германча моделга яқин, аммо кўламли ислохатларга муҳтож.

Буларнинг барчаси миллий молия бозоримизни жаҳон молия бозорига интеграциялашувини бирмунча қийинлаштирмоқда.

Интеграциялашув жараёнини тезлаштириш учун молия бозори моделидаги муаммоларни келтириб чиқарувчи юқорида кўрсатилган фарқланувчи жиҳатларни бартараф қилиш лозимлиги борган сари аниқ бўлиб бормоқда. Умуман олганда, бу ва бошқа муаммоларнинг мавжудлиги ҳозирда миллий молия бозори моделини, инфратузилмаси фаолияти ва регулятив механизмини кескин такомиллаштириш зарурлигидан далолат беради. Бунда молиявий глобаллашув жараёнлари талабларини ва интеграциялашув борасидаги жаҳон тажрибасини ҳисобга олиш муҳим аҳамият касб этади.

Ўзбекистон молия бозорини жаҳон молия бозорига интеграциялашув жараёнларини тезлаштиришда айниқса қуйидагиларга асосланиш мақсадга мувофиқ:

- Европа Иттифоқининг 1993 йил 10 май кунида қабул қилган Директивасига<sup>68</sup>;
- Халқар ўттизлик Гуруҳининг 20 тавсияларига (6.5 параграфга қаралсин);
- Евросиё Иқтисодий Ҳамжамиятига аъзо-давлатларнинг амалдаги қонунчилик ҳужжатлари, Мустақил Давлатлар Ҳамдўстлиги иштирокчи-давлатлари Парламентлараро Ассамблеясининг 2001 йил 24 ноябрда Санкт-Петербург шаҳрида 18-7-сонли Қарори билан тасдиқланган, “Қимматли қоғозлар бозори тўғрида”ги Моделли қонуни, ҳамда АҚШ, Германия, Буюк Британия, Корея, Япония ва бошқа мамлакатлари қимматли қоғозлар бозорининг фаолият кўрсатиш механизмлари ва тартиблаштирилиши қисмига оид қонунчилик ҳужжатларига;
- ушбу китобнинг I-чи бобида келтирилган концептуал моделлар ҳамда уларга асосланган 2.1-2.3, 3.3, 3.4, 8.1, 9.1, 9.5 паргаграфларда келтирилган назарий ва фактологик базисга;
- миллий банк тизими моделини ислоҳ қилиш, бунда банкларнинг очиқ молия бозорларидаги операцияларига катта эътибор бериш лозим;
- миллий суғурта тизми моделини ислоҳ қилиб инвестицион ва эмиссион операцияларига катта эътибор бериш зарур;

<sup>68</sup> “Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field”.

- корпоратив бошқарув сиёсати моделини такомиллаштириш лозим, бунда миноритар инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминлашга катта аҳамият бериш лозим;

- хусусийлаштириш механизмини такомиллаштириш лозим<sup>69</sup>;

- молиявий инструментлар турларини кўпайтириш ҳамда улар ва уларнинг базисларининг ўзаро эквивалентлилик даражасини таъминлаш;

- молия бозори ва иқтисодиётнинг ўзаро эквивалентлилик даражасига эришиши;

- молия бозори эмитентларининг эмиссия, инвестиция, даромад ставкалари сиёсатлари (стратегиялари) оптимал балансини таъминланишига катта аҳамият бериш зарур;

- муддатли қимматли қоғозлар (деривативлар) бозорини кескин шакллантириш зарур;

- коллектив инвесторларни кескин кўпайтириш;

- очиқ ва шаффоф бирламчи ҳамда давомий, мунтазам, узлуксиз, шаффоф фаолият юритувчи иккиламчи бозорни ривожлантириш лозим;

- молия бозори индикаторларининг ўрта муддатда ҳеч бўлмаса минимал чегаравий миқдорларига эришиш (3.1 параграфга қаралсин);

- секьюритетрик (финансометрик) таҳлил<sup>70</sup> ва молия инжинирингини кескин ривожлантириш зарур<sup>71</sup>;

- молия бозоридаги фаолият рискларини самарали бошқаришни таъминлаш<sup>72</sup>;

- молия бозори индустрияси сифатини бошқаришнинг комплекс тизимини тузиш лозим<sup>73</sup>;

- молия бозори макрорегуляторини тўзиш мақсадга мувофиқ (9.5 параграфга қаралсин);

- мамлакат ва кредит рейтингларининг яхши кўрсаткичларига эришиш лозим ва ҳ.к.

Ўзбекистон молия бозорининг жаҳон бозорларига интеграциялашувини қай даражада кучли рақобат шароитида кечиши мумкинлигини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган аналитик маълумотлардан кўриш мумкин.

### ***Саволлар***

1. Ўзбекистон молия бозори хусусиятлари ва муаммолари нималардан иборат?

2. Ўзбекистонда интеграциялашув жараёнларини тезлаштириш нималарга асосланади?

### ***Топшириқлар***

1. Ўзбекистон молия бозорини жаҳон молия бозорларига интеграциялашуви жараёнлари тўғрисида таҳлилий обзор тайёрланг.

2. Терминлар бўйича луғат тузинг.

## **Адабиётлар рўйхати**

1. Каримов И.А. Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида./Тузувчи Ф.М.Муллажонов.-Т.: Ўзбекистон НМИУ, 2005.-528 б.

2. Балабанов В.С. и др. Рынок ценных бумаг: коммерческая азбука.-М.: Финансы и статистика, 1994.-128 с.

<sup>69</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-852 с.

<sup>70</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Секьюритетрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-467 с.

<sup>71</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

<sup>72</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шоҳаъзамий Ш.Ш.(мл.). Теория безрисковости действий на рынках: финансовом и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-101 с.

<sup>73</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.



3. Артемов Н.М. Валютные рынки.-М.: Финансы и статистика, 2001.
4. Газман В.Д. Лизинг: теория, практика, комментарии.-М.: Фонд Правовой культуры, 1999.
5. Ғозибеков Д.Г. ва бошқалар. Лизинг муносабатлари назарияси ва амалиёти.-Т.: Фан ва технологиялар, 2004.-308 б.
6. Круглова В.В. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений.-М.: Инфра-М, 1998.
7. Л.Дж.Гитман, М.Д.Джоник. Основы инвестирования.-М.: Дело, 1997.
8. Максимо В.Э., Фрэнсис А.Л., Л.Дж.Мауер. Мировые финансы. Университет Сент-Джон.-М.: Изд.-консульт.компания Дека, 1998.
9. Семенов К.А. Международные валютные и финансовые отношения.-М.: ТЕИС, 1999.
10. Тожиев Р.Р., Жумаев Н.Х. Марказий банкнинг монетар сиёсати. Ўқув қўлланма.-Т.: ТДУИ, 2002.
11. Лиховидов В.Н. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков: методы прогнозирования и принятия решений.-Владивосток, 1999.
12. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.
13. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. /Гл. ред. серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 801 с.
14. Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2000.
15. Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учебное пособие для вузов экономического профиля. – 2-е изд. – М.: Вита-Пресс, 1999. – 400 с.
16. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2001. – 608 с.
17. Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торка-новского. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 448 с.
18. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг: Учебно-практич.пособие.- М.: Инфра-М, 1996.
19. Марк Сент Джайлс, Дэвид Флеминг. Организация управления инвестициями: Учеб.пособие.-Лондон: Кадоган Файненшиал, 1997.-206 с.
20. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов /Пер. с нем. под общей ред. В.В. Ковалева, З.А. Сабова – Спб.: Изд. Питер, 2000. – 400 с.
21. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг.-М.: Экзамен, 2002.-447 с.
22. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения выкупы долговым финансированием.-М.: Финансы и статистика, 2000.-456 с.
23. Синенко А.Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование (теория и практика).-М.: Статут, 2002.-221 с.
24. Мэнкью Н.Г. Макроэкономика. – М.: Изд. МГУ, 1994. – 736 с.
25. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 351 с.
26. Хоминич И.П. Финансовая глобализация //Банковские услуги, №8, 2002. – с.2-13.
27. Эрнандо Де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.- М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.
28. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. Научное исследование.-М.: Бек, 1994.

29. Биржевая деятельность/Под ред. А.Г.Грязновой, Р.В.Корнеевой, В.А.Галанова.-М.: Финансы и статистика, 1996.
30. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Практикум по российскому рынку ценных бумаг.-М.: Бек, 2002.
31. Чалдаева Л.А. Фондовая биржа. Организационно-управленческие структуры. Учеб.пособие.-М.: Экзамен, 2002.
32. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. /Под ред. Л.Н.Красавиной.-М.: Финансы и статистика, 1994.
33. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб.пособие. 2-е изд., с изм. – М.: Экономистъ, 2005. – 687 с.
34. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.-583 с.
35. Инвестиционно-финансовый портфель (Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового менеджера. Книга финансового посредника)./Отв.ред.Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. – М.: «СОМИНТЭК», 1993. – 752 с.
36. Пухов Г.Е. Избранные вопросы теории математических машин. – К.: Изд. АН УССР, 1964.
37. Пухов Г.Е. Методы анализа и синтеза квазианалоговых электронных цепей. – К.: Наукова думка, 1967.
38. Пухов Г.Е., Евдокимов В.Ф., Синьков М.В. Разрядно-аналоговые вычислительные системы. – М.: Сов. Радио, 1978. – 256 с.
39. Агзамов Ш.Ш. Метод эталонных моделей для исследования эффективности, выбора параметров и структур РАВС и устройств. Автореферат кандидатской диссертации. Киев, ИПМЭ АН УССР, 1982. – 21 с.
40. Расулов Т.С. Валютные операции: теория и практика.-Т.: Молия, 2001.
41. Бронштейн И.Н., Семендяев К.А. Справочник по математике. – М.: Изд. Технико-теоретической литературы, 1953. – 608 с.
42. Вахобов А.В., Жумаев Н.Х., Бурхонов У.А. Халкаро молия муносабатлари.-Т.: Шарқ, 2003.-400 б.
43. Основы бухгалтерского учета/Пер. с англ. – М.: 1995. – 416 с.
44. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1998. – 144 с.
45. Э.Дж.Долан, К.Д.Кэмпбелл, Р.Дж.Кэмпбелл. Деньги.-Б.: Туран, 1996.-419 с.
46. Р.Брейли, С.Майерс. Принципы корпоративных финансов/Пер. с англ.-М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1997.-1120 с.
47. Ontario Securities Act and Regulation With Policy Statements, Blanket Orders and Notices, 21<sup>st</sup> Edition-1992, CARSWELL, Thomson Professional Publishing.
48. Дж.Р.Хикс. Стоимость и капитал.-М.: Прогресс, 1988.-365 с.
49. Четыркин Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. – М.: Дело, 1995.
50. Первозванский А.А. Финансовый рынок, расчет и риск. – М.: ИНФРА-М, 1994.
51. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учеб.пособие/Под ред. В.С.Торкановского.-СПб.: АО Комплект, 1994.-421 с.
52. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов.-М.: Инфра-М, 1996.-368 с.

53. Практикум по курсу «Ценные бумаги»: Учеб.пособие/Под ред. В.И.Колесникова, В.С.Торкановского.-М.: Финансы и статистика, 2000.-304 с.
54. Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 674 с.
55. Бочаров В.В. Финансовый инжиниринг.-СПб.:Питер, 2004.-400 с.
56. А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический дом «Юстицинформ», 2003.-624 с.
57. Абдуллаев Е., Шохаъзамий Ш.Ш. Кимматли коғозлар. 100 савол ва жавоб. – Т.: Мехнат, 1997. – 272 б.
58. Рискиев Т.Т., Ғуломов С.С., Шохаъзамий Ш.Ш., Алимов А.М. ва бошқалар. Истиқлол, демократия ва фуқаролик жамияти. – Т.: Шарқ, 2003. – 160 б.
59. Шохаъзамий Ш.Ш. Акция ва Сиз оладиган фойда.-Т.: Молия, 2003.-61 с.
60. Шохаъзамий Ш.Ш. Тадбиркор қимматли қоғозлар бозорида: саволлар ва жавоблар.-Т.: Адолат, 2002.-272 б.
61. Шохаъзамий Ш.Ш. Предприниматель на рынке ценных бумаг: вопросы и ответы. – Т.: Адолат, 2002. – 216 с.
62. Шохаъзамий Ш.Ш. Рынки: финансовые и ценных бумаг. – Т.: ТФИ, 2003. – 196 с.
63. Шохаъзамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации. – Т.: Ибн Сино, 2004. – 852 с.
64. Шохаъзамий Ш.Ш. Основы приватизации, рынок ее объектов и услуг. Учебник. – Т.: Ибн Сино, 2004. – 928 с.
65. Шохаъзамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шохаъзамий Ш.Ш. Теория безрисковости действий на рынках: финансовом и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-101 с.
66. Шохаъзамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.
67. Шохаъзамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.
68. Шохаъзамий Ш.Ш. Основы секьюрметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.
69. Шохаъзамий Ш.Ш. Секьюрметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-473 с.
70. Шохаъзамий Ш.Ш. Биржевая деятельность. Учебник.-Т.: Илм зиё, 2006.- 288 с.
71. Шохаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга I. Учебник.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-728 с.
72. Шохаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. Учебник.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-849 с.
73. Шохаъзамий Ш.Ш. Ўзбекистон Давлат Стандарти, Олий таълим 5341500 - Молия инжиниринги йўналиши бўйича бакалаврнинг зарурий тайёргарлик даражаси ва ўзлаштирадиган билимлари мазмунига қўйиладиган талаблар. Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи билан рўйхатга олинган.
74. Шохаъзамий Ш.Ш. Ўзбекистон Давлат Стандарти, Олий таълим 5341600 - Бозорлардаги фаолият ва операциялар йўналиши бўйича бакалаврнинг зарурий тайёргарлик даражаси ва ўзлаштирадиган билимлари мазмунига қўйиладиган талаблар. Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи билан рўйхатга олинган.
75. Шохаъзамий Ш.Ш. Ўзбекистон Давлат Стандарти, Олий таълим 5341500 - Молия инжиниринги йўналиши бўйича бакалаврнинг зарурий тайёргарлик даражаси ва ўзлаштирадиган

билимлари мазмунига қўйиладиган талаблар. Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ буйруғи билан рўйхатга олинган (такомиллашган ДТС).

76. Шоҳаъзамий Ш.Ш. Ўзбекистон Давлат Стандарти, Олий таълим 5341500 - Бозорлардаги фаолият ва операциялар йўналиши бўйича бакалаврнинг зарурий тайёргарлик даражаси ва ўзлаштирадиган билимлари мазмунига қўйиладиган талаблар. Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ буйруғи билан рўйхатга олинган (такомиллашган ДТС).

77. Шоҳаъзамий Ш.Ш. “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” фанидан ўқув дастур. Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи билан рўйхатга олинган.

78. Молия соҳасига оид қонуний-меъёрий ҳужжатлар//Право ёки Норма компьютер дастурлари.

79. Интернет-сайтлар:

<http://www.bankofengland.co.uk/markets/forex/index/htm>

<http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/index/htm>

<http://www.cer.uz>

<http://www.uzland.uz>

<http://www.inf.org>

<http://www.uzse.com>

<http://www.fibv.com>

<http://www.iosco.org>

<http://www.ebrd.com>

<http://www.feas.org>

<http://www.uzsec.com>

<http://www.press-service.uz>

<http://www.world-exchanges.org>

<http://www.worldbank.org>

<http://www.bis.org>

<http://www.msci.com>

<http://www1.oecd.org/dac/debt/>

<http://www.spglobal.com>

<http://www.fcfr.ru>

<http://www.micex.com>

<http://www.rtsnet.ru>

<http://www.skrin.ru>

<http://www.mirkin.ru>

<http://www.ebrd.com>

<http://www.rbc.ru>

### **Илова 1. Иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлиги**

Иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлиги тўғрисида умумий фикрлар 1.1, 1.6, 1.7, 2.1, 2.2, 7.1, 9.1, 9.4, 9.5, 10.1 параграфларда айтиб ўтилган ҳамда уларни тасдиқловчи таҳлилий статистик маълумотлар 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган бўлиб, бу фикрларни назарий исботи учун қуйидаги аргументларни келтириш ўринли.

### ***Биринчи аргумент.***

Иқтисодий ўсиш ва инвестицияларнинг ўзаро боғлиқлиги механизми Нобель мукофоти лауреати П.Самуэльсон томонидан “акселератор тамойили” кўринишида қуйидагича ифодаланган: реал ЯИМ ўсиши реал инвестициялар ўсишига олиб келади, ўз навбатида реал инвестицияларнинг кўтарилиши унга жавобан ЯИМ ўсишига сабаб бўлади. Бу тамойилнинг муҳим жиҳати шундан иборатки, реал инвестициялар реал капитал (бино ва иншоотлар, машина ва анжомлар) ва ишлаб чиқариш захиралари баҳоси ортишини билдиради. Демак, кўришиб турибдики, молиявий инструментлар (қимматли қоғозлар) ёрдамида реал капиталга қилинган инвестицияларнинг ортиши унинг баҳосини оширади, бу эса мос равишда молиявий инструмент кўринишини олган инвестицияларнинг ўсишига олиб келади, яъни 1.1, 2.1, 2.2 параграфларда келтирилган “молиявий инструмент (қимматли қоғоз) ва унинг реал базиси (реал капитал) ўрасидаги эквивалентлилик” тамойилини тўғрилигини ҳамда иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлиги исботлайди.

### ***Иккинчи аргумент.***

Биринчи аргументнинг сўзсиз кучга эга бўлганлиги сабабли, 1.1.1-1.1.4 расмларда кўрсатилган моделларда,  $MV=PT$ ,  $IS-LM$ ,  $C=Y(1-S)$ ,  $S=I$  моделларнинг 1.1.4 расмдаги моделда иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлиги мос равишда  $SV=PI$  модели асосида назарий исботини топади.

### ***Учинчи аргумент.***

$IS-LM$  модели нуктаи назаридан кредит ставкаси – реал капиталга қилинган пулли инвестиция баҳоси, яъни реал капиталнинг олдиндан молия (кредит) бозори конъюнктураси асосида объектив белгиланадиган рискли бозор баҳоси. Бу баҳонинг энг ишончли минимал бирламчи (дастлабки) миқдори Марказий банкнинг қайта молиялаштириш (реинвестиция) ставкаси билан белгиланади. Яъни Марказий банк бу ставкани инфляцияга ҳамоҳанг ликвид пул билан таъминлаб иқтисодиётни тартиблаштириши асосида реал капитал ва инвестицияларнинг ўзаро эквивалент боғлиқликдаги энг ишончли минимал рискли баҳосини ўсишини ва унган мос равишда энг ишончли минимал иқтисодий ўсиш даражасини таъминлайди. Лекин молия бозори операторлари (тижорат банклари) дастлабки баҳога кейинчалик ўз хоҳиш-истаклари ила маржаларини кўшишлари сабабли, таклиф қилинажак тижорат баҳо вужудга келади. Бу баҳо фақат иккиламчи молия (кредит) бозоридагина (унинг функцияси эвазига) объектив мазмунга эга бўлиб (конъюнктура асосида), реал капитал ва инвестициянинг ўзаро эквивалент боғлиқликдаги энг объектив рискли баҳосини ўсиши (пасайиши) ва унган мос равишда молия бозори ёрдамида энг ишончли реал иқтисодий ўсиш (пасайиш) даражаси таъминланади (1.1.2 ва 1.1.3 расмлардаги моделларга қаралсин). Айнан шу қонуният иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва молия бозорининг ўзаро боғлиқлигини исботлайди. Шу билан бирга бу қонуният молия бозорини тартиблаштириш зарурлигини ҳам белгилайди (IX-чи бобга қаралсин).

“Акселератор тамойили” ҳақиқий кучга эгаллигини 20 йирик индустриал ва ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётининг 1961-2006 йиллар даври бўйича таҳлил натижалари тўлиқ тасдиқлайди. Таҳлилий йиллар даврида йирик ривожланган мамлакатлар иқтисодиётида реал ЯИМ ва реал инвестициялари ўсиши суръатларининг корреляция коэффициентлари максимал қийматга (яъни бирга) яқин бўлган, жумладан: Германияда 0.90, Францияда 0.87, Японияда 0.81, Италияда 0.78, АҚШда 0.77, Канадада 0.72, Буюк Британияда 0.63.

Ривожланган мамлакатлар гуруҳи бўйича реал ЯИМнинг бир фоиз ўсиши реал инвестицияларни 2.8 фоизга ўртача ортишини талаб қилган, жумладан: Буюк Британияда 3.7%, Германияда 2.9%, Францияда 2.7%, Италияда 2.4%, Канадада 2.3%, АҚШда 2.2%, Японияда 1.8%.

Кўпчилик ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётларида 1991-2006 йилларда ушбу кўрсаткич миқдори инфляция ва асосий капитал ишлатилиши самарадорлиги даражаларини ҳар ҳиллиги туфайли сезиларли катта диапазонда ўзгарган.

Демак, “акселератор тамойили” ҳаққоний бўлганлиги сабабли биринчи аргументни, мос равишда иккинчи ва учинчи аргументларни ҳам тўғри деб топиш мумкин.

Юқорида келтирилган таҳлил натижаларидан глобал инвестициялар ва иқтисодий ўсиш соҳасида қайғули тенденция бўлган жаҳон миқёсида иқтисодий ўсиш суръатларини охириги ярим асрда секинлашганини ҳам кузатиш мумкин. 1961-2006 йиллар даврида ўртача 12 ривожланган мамлакатлар бўйича реал ЯИМ ўсишининг ўртача суръатлари 4.1 фоизни ташкил этган. Охириги 15 йил ичида аввалги 30 йилдаги 4.7 фоизга нисбатан 2.8 фоизга пасайган. 1991-2006 йиллар даврида G7 гуруҳи мамлакатларининг барчасида ва кўпчилик ривожланаётган давлатларда аввалги 30 йиллик даврга нисбатан реал ЯИМ ортиши йиллик суръатлари пасайганини кузатиш мумкин. Бундай ҳолатнинг асосий сабаби – реал инвестицияларни ўсиш суръатларини сусайиши ва ЯИМда реал инвестициялар улушини қисқариши бўлиб, бунда давлат ҳукуматлари ва миллий молия бозорларини тўлиқ уйғунлашмагани, унинг қатнашчиларини консервативлиги, инерционлиги ва етарлича самарали эмаслиги сезиларли намоён бўлмоқда.

Иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида реал инвестицияларни жалб қилишнинг қўшимча имкониятларини ривожланган, ўз функциясини тўлиқ бажарувчи самарали (идеал) молия бозорлари беради. Бунда қимматли қоғозлар эмиссияси сезиларли аҳамиятга эга. Аммо ҳозирда реал инвестицияларни жалб қилишда акциялар эмиссияси (IPO) улуши жаҳонда пастлигича қолмоқда. Масалан, 2006 йилга келиб, реал инвестициялар баҳосида акциялар эмиссиясидан олинган даромадлар: АҚШда 0.2%, Японияда 0.8%, Россияда 4.1%, Испанияда 2.4%, Италияда 5.3%, Канадада 5.4%, Германияда 6.3%, Францияда 8.3%, Буюк Британияда 9.1%. Айтиш жоизки, 1990 йиллар ўртачида кўпчилик мамлакатларда акциялар эмиссиясининг инвестициялардаги улуши тез ва барқарор суръатлар билан ўсган бўлиб, акциялар эмиссияси ўсиши суръатларининг реал ЯИМ ўсиши суръатлари билан юқори даражада корреляцияланганини кўриш мумкин.

Эмиссия даромадларини ишлаб чиқариш қувватлари ўсиши билан боғлиқ бўлмаган мақсадларда ишлатмаслик акциялар эмиссиясини (IPO асосида) ва облигациялар эмиссиясини реал инвестициялар ҳажмига ижобий таъсир кўрстишига тўсқинлик қилиши мумкин. Ҳозирча IPO бўйича асосий даромад кўп ҳолларда мажоритар акциядорларга тушмоқда, компания қарзларини реструктуризациясига йўналтирилмоқда ёки аввалги (эски) мулкдорлардан активларни сотиб олиниши бўйича битишувларни (операцияларни) молиялаштирилмоқда, яъни реал капитал баҳосини ошириш билан боғлиқ бўлмаган мақсадларга ишлатилмоқда. Бундай ҳавфли ҳолатни облигациялар эмиссиясида ҳам кузатиш мумкин. Таъкидлаш жоизки, бундай ҳавфли ҳолатлар олдини олишда ва молиявий оқимларни реал капитал ўсишини таъминланилишига йўналтириш мақсадида кенг жамоатчилик, корпоратив бошқарув механизми ва молия бозори регуляторлари томонидан чуқур ва доимий мониторинг ва назорат олиб борилиши зарур. Бунда молия бозори макрорегулятори модели катта самара бериши мумкин (9.5 параграфга қаралсин).

## **Илова 2. Жаҳон молия бозорининг ривожланиши тенденциялари**

Ушбу китобнинг 1.1, 3.3, 6.5, 7.1, 9.1, 9.3, 9.4, 10.1, 10.2 параграфларида келтирилган фикр-мулоҳазаларни тасдиқловчи қуйидаги аналитик статистик маълумотларни берамиз. Бу маълумотларни мустақил тарзда таҳлил қилиш тавсия этилади.

**Жадвал 1. Марказий ва Шарқий Европа (МШЕ) давлатларида банк секторини либераллашуви ва самарадорлиги, 2005 йил ҳолатига**

Давлат	ROE, %	ROA, %	Ҳорижий иштирокчиларни киритилиши, %	Банк секторини либераллаштириш индекси	Киши бошига ЯИМ, долл.
<i>1. Ҳорижий иштирокчиларнинг кириши банклар самарадорлигини оширган давлатлар</i>					
Хорватия	16,3	1,6	90	2	4751
Словакия	29,4	1,2	100	3,7	4235
Словения	14,0	1,1	35	3	10411
Чехия	27,4	1,2	90	4	6133
Гуруҳ бўйича ўртача	21.8	1.3	78.8	3.2	6382.5
<i>2. Ҳорижий иштирокчиларнинг кириши банклар самарадорлигини сезиларли оширмаган давлатлар</i>					
Венгрия	19,6	1,8	61	4,0	5333
Литва	11,0	1,3	89	1	4078
Гуруҳ бўйича ўртача	15.3	1.6	75.0	2.5	4705.5
<i>3. Ҳорижий иштирокчиларнинг кириши банклар самарадорлигини пасайтирган давлатлар</i>					
Болгария	15,6	2,0	73	3,7	1835
Румыния	18,2	2,5	58	3	1963
Польша	9,5	0,8	70	3,7	4885
Эстония	12,2	1,5	86,7	1	7475
Латвия	16,7	1,4	54	2	4116
Гуруҳ бўйича ўртача	14.4	1.6	68.3	2.4	4054.8

*Изоҳ:* Heritage Foundation агентлиги индекслари 1 дан 5 гача интервалда ранжирланган, бунда 1 – либераллашувнинг максимал даражаси, 5- либераллашувнинг минимал даражаси.

**Жадвал 2. МДХ мамлакатларида банк сектори самарадорлиги ва хорижий капитал иштироки улуши**

Давлат	Банк сектори умумий активларида хорижий банклар улуши, %	ROE, %	ROA, %
--------	--	--------	--------

<b>Россия</b>			
2000	7,5		
2003	6,4	10,9	1,6
2004	6,2	6,5	0,9
2005	11	20,3	2,9
<b>Ўзбекистон</b>			
2000		9,9	2,1
2001		9,4	1,5
2002	2,6	7,1	1,3
2003	3,1	7,1	1,3
2004		8,1	1,3
<b>Козоғистон</b>			
2003	-	8,72	1,16
2005	21	10,8	1,1
<b>Украина</b>			
2005	11	8,8	0,97
<b>Беларусь</b>			
2003	10	8,3	1,5
<b>Азербайджан</b>			
2003	12		

<b>Қирғизистон</b>			
2000			
2001		- 34,0	-5,0
2002		-2,0	-0,5
2003		3,0	0,8
2004	29	3,4	1,2
2005	57,4	Н.д.	Н.д
	-	18,2	2,5
<b>Арманистон</b>			
2003		-	-
2004	47	7,8	1,4
	60		
<b>Молдова</b>			
2002			
2003			
2004	59,8	16,7	4,3
	60,2	20,3	4,5
	52,4	18,3	3,8

*Манба:* муаллиф ҳисоблари



**Жадвал 3. МШЕ мамлакатлари бўйича Жаҳон банки кўрсаткичлари**

	Коррупция (Corruption)	Сиёсий барқарорлик (Political stability)	Давлат бошқаруви самарадорл. (Government effectiveness)	Бошқариш сифати (Regulatory quality)	Қонунчилик (Rule of Law)	Гаров ҳуқуқи ва ҳисобот (Voice and accountability)
<b>1. Ҳорижий иштирокчиларнинг кириши банклар самарадорлигини оширган давлатлар</b>						
Хорватия	60,1	57,3	64,9	58,1	55,6	60,2
Словакия	70,0	65,5	72,1	85,7	63,3	83,5
Словения	83,3	83,5	82,7	76,8	82,1	84,5
Чехия	66,0	73,8	71,6	81,8	69,6	81,1
<b>2. Ҳорижий иштирокчиларнинг кириши банклар самарадорлигини сезиларли оширмаган давлатлар</b>						
Венгрия	74,4	75,2	72,6	86,7	78,7	87,4
Литва	69,0	75,2	73,6	86,2	66,7	77,2
<b>3. Ҳорижий иштирокчиларнинг кириши банклар самарадорлигини пасайтирган давлатлар</b>						
Болгария	56,2	51,5	54,8	69,5	55,1	65,0
Румыния	43,9	53,4	52,9	49,8	48,3	56,8
Польша	61,6	57,3	52,9	49,8	48,3	56,8
Эстония	80,3	79,1	81,3	93,6	81,2	85,0
Латвия	63,1	81,6	70,7	83,3	62,8	76,2

Изоҳ: [www.worldbank.org/wbi/governance/pubs](http://www.worldbank.org/wbi/governance/pubs) сайти маълумотлари

**Жадвал 4. Банкларнинг ҚҚБ даги кўрсаткичлари (млрд. долл.)**

Давлат	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Акциялар бўйича операциялар обороти</b>								
Польша	2.8	5.5	8.0	8.9	11.1	19.3	9.9	7.1
Венгрия	0.3	1.5	7.0	16.1	13.5	12.1	4.8	5.2
Австрия	13.4	10.7	12.7	18.7	12.7	9.6	7.3	5.6
Чехия	3.0	6.8	6.3	5.2	4.7	6.7	3.4	6.0
<b>Ташқи бозорда сўндирилмаган қарз мажбуриятлари бўйича операциялар обороти</b>								
Польша	0.3	0.6	2.1	3.4	4.8	5.2	6.7	10.0
Венгрия	15.9	13.5	11.5	12.4	12.7	10.5	11.3	9.9
Австрия	64.5	65.3	65.1	73.6	78.4	84.9	89.6	114.8
Чехия	1.5	2.1	2.3	2.2	2.0	1.2	н.д	Н.д
<b>Акциялар бозори капитализацияси</b>								

Польша	4.6	8.4	12.1	20.5	21.7	31.4	26.2	27.8
Венгрия	2.4	5.3	15.0	13.8	14.1	11.9	10.3	12.7
Австрия	32.5	34.0	35.7	35.8	33.0	29.9	25.2	30.9
Чехия	15.7	18.1	12.8	10.4	12.0	9.7	8.9	15.9

Манба: ВТО.

**Жадвал 5. Банк секторини ислоҳатлаштиришнинг  
Европа банки индекси**

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	Россия	2,0	1,7	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	2,3
2	Беларусь	1,0	1,0	1,0	1,0	1,7	1,7	1,7	1,7
3	Қозоғистон	2,3	2,3	2,3	2,7	2,7	3,0	3,0	3,0
4	Украина	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,7
5	Болгария	2,7	2,7	3,0	3,0	3,3	3,3	3,7	3,7
6	Венгрия	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
7	Польша	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,7
8	Руминия	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	3,0	3,0
9	Словакия	2,7	2,7	3,0	3,3	3,3	3,3	3,7	3,7
10	Чехия	3,0	3,3	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	4,0

**Жадвал 6. Банк бўлмаган молия институтларини ислоҳатлаштиришнинг Европа банки  
индекси**

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	Россия	1,7	1,7	1,7	1,7	2,3	2,7	2,7	2,7
2	Беларусь	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
3	Қозоғистон	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
4	Украина	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3
5	Болгария	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3
6	Венгрия	3,3	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	4,0
7	Польша	3,3	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
8	Руминия	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
9	Словакия	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,7	2,7	2,7
10	Чехия	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,3	3,7

Манба: Transition Report, EBRD

**Жадвал 7. Жаҳоннинг энг йирик биржалари (компания-резидентлар капитализацияси бўйича),  
2006 йил ҳолатига**

NYSE	Токуо SE	Буюк Брит.	Euronext	Канада
14235	4515	3461	3329	1699
Германия	Гонконг	Испания	Швейцария	Италия
1405	1329	1105	1095	938
Австралия	OMX	Россия	Корея	Ҳиндистон
933	897	814	759	644

ЖАР	Бразилия	Тайвань	Ҳитой	Сингапур
619	580	493	464	306
Мексика	Норвегия	Малайзия	Греция	Австрия
275	241	198	170	156

Изоҳ: Euronext биржаси Франция, Голландия, Бельгия, Португалия миллий бозорларини бирлаштирган. OMX биржаси Швеция, Финляндия, Дания, Литва, Латвия, Эстония миллий бозорларини бирлаштирган.

Манба: Биржаларнинг жаҳон федерацияси (WFE) маълумотлари асосида ҳисоблаб топилган.

**Жадвал 8. Жаҳоннинг энг йирик 25 миллий акциялар бозорлари (капитализация бўйича), 2006 йил ҳолатига**

АҚШ	Япония	Буюк Брит.	Франция	Канада
17001	4573	3058	1570	1482
Германия	Гонконг	Испания	Швейцария	Австралия
1221	1055	960	935	804
Голландия	Италия	Корея	Ҳиндистон	ЖАР
799	798	718	553	549
Тайвань	Бразилия	Россия	Швеция	Ҳитой
476	475	474	417	286
Бельгия	Сингапур	Мексика	Норвегия	Малайзия
271	257	239	191	181

Манба: Биржаларнинг жаҳон федерацияси (WFE) маълумотлари асосида ҳисоблаб топилган.

**Жадвал 9. Йирик ривожланган бозорларга эга мамлакатлар капитализацияси динамикаси, млрд.долл.**

	1994	1996	1998	2000	2002	2004	2006
АҚШ	4150	6900	10500	11800	9100	12700	14100
Япония	3800	3200	2300	3200	2050	3800	5100
Б.Британия	1650	1800	2200	2250	1900	3000	3200
Канада	950	1200	2000	2100	1800	2300	3100
Euronext					750	850	1010
Германия	550	600	1000	1100	650	1300	1400
Швейцария	250	300	450	700	500	750	1100
Италия	200	250	430	700	480	730	1000

Манба: WFE маълумотлари асосида тахминан ҳисобланган.

**Жадвал 10. Жаҳон акциялар бозори капитализацияси**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
--	------	------	------	------	------	------	------

Австрал.	372.8	375.1	380.1	585.4	776.4	804.0	831.3
Б.Брит.	2577	2149.5	1765.2	2460.1	2865.2	3058.2	3212.1
Герман.	1270.2	1071.7	686.0	1079.0	1194.5	1221.1	1311.3
Испания	504.2	468.2	461.7	726.2	940.7	959.9	971.1
Италия	768.4	527.4	162.0	614.8	789.6	798.1	801.2
Канада	842.1	615.3	579.7	888.7	1177.5	1482.2	1670.7
АҚШ	15104	13984	9066	14266	16324	17001	17987
Франция	1446.6	1174.3	936.4	1356	1559	1713	1945
Япония	3157.2	2264.5	2069.3	2953.1	3557.7	4572.9	5473.5
Барча ривожл. бозорлар	29631	25301	18582	28702	33264	36450	39210
Аргент.	45.8	33.5	16.6	35.0	40.6	47.6	53.5
Бразил.	203.6	186.2	126.3	226.4	330.3	474.6	597.2
Ҳинд.	142.8	111.0	125.5	278.7	386.3	553.1	715.3
Индон.	26.8	23.0	30.1	54.7	73.3	81.4	90.1
Қозоғис.	1.3	1.2	1.3	2.4	3.9	9.0	16.5
Ҳитой	591.0	530.0	463.5	513.0	447.7	401.9	516.2
Корея	148.4	233.9	246.9	325.1	419.5	718.0	998.4
Мексика	125.2	126.3	103.9	122.5	171.9	239.1	303.7
Польша	31.3	26.0	26.4	37.4	71.5	93.6	112.8
Россия	41.0	82.9	114.7	197.0	247.7	531.0	921.2
С.Араб.	67.8	73.2	74.9	157.3	306.2	646.2	972.4
Тайвань	247.6	292.6	261.2	379.1	441.4	476.0	513.7
Туркия	69.7	47.2	34.2	68.4	98.3	161.5	221.2
Украина	1.9	1.5	4.4	4.7	11.8	29.2	42.7
ЖАР	204.3	147.5	162.0	260.7	442.5	549.3	634.3
Барча шаклан. бозорлар	2474.7	2425	2318.7	3504	4601	6472	8475
Дунё	32105	27726	20900	32206	37865	42932	47980

Манба: Emerging Stock Markets Factbook, IFC, Washington 1995-1998; Global Stock Markets Factbook 2004, S&P, NY., 2004; Emerging Stock Markets Review. December 2005, S&P, 2005; WFE database; FEAS Yearbook; ушбу ташкилотларнинг 2006 йилги маълумотлари асосида ҳисобланиб топилган.

**Жадвал 11. Миллий фонд биржаларида акциялари сотиладиган миллий эмитентлар сони**

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Австрал.	1178	1330	1334	1355	1405	1515	1643
Б.Брит.	2078	1926	2438	2405	2311	2486	2757

Герман.	678	744	749	715	684	660	648
Испания	362	1019	1480	1846	1995	2049	2049
Италия	250	291	288	288	271	269	275
Канада	1196	4000	4000	3771	3599	3572	3719
АҚШ	7671	7281	6367	5854	5295	5225	5145
Франция	450	808	791	733	694	663	664
Япония	2263	2470	2471	2460	2174	2276	2323
Барча ривожл. бозорлар	18936	23427	23342	22894	22110	22492	22990
Аргент.	149	129	116	110	106	103	100
Бразил.	543	464	426	396	389	386	342
Гонконг	М.й.	779	857	968	1027	1086	1124
Ҳинд.	5398	5853	5795	5650	5644	4730	4763
Индон.	238	286	315	330	333	331	336
Қозоғис.		55	60	74	68	79	83
Ҳитой	323	1035	1160	1224	1285	1373	1377
Корея	721	702	1390	1509	1558	1570	1619
Мексика	185	173	167	163	158	151	150
Польша	65	225	230	202	202	225	234
Россия	170	249	236	196	214	215	277
С.Араб.	69	73	76	68	70	73	77
Тайвань	347	531	584	638	669	697	691
Туркия	205	315	310	288	285	297	304
Украина		139	155	155	155	155	278
ЖАР	640	583	510	429	390	368	348
Барча шакллан. бозорлар	17636	20710	20991	21348	21928	21631	22009
Дунё	36572	44137	44333	44242	44038	44123	44999

Манба: Emerging Stock Markets Factbook, IFC, Washington; Global Stock Markets Factbook 2004, S&P, NY., 2004; Emerging Stock Markets Review. December 2005, S&P, 2005; WFE database; FEAS Yearbook; ушбу ташкилотларнинг 2006 йилги маълумотлари асосида ҳисобланиб топилган.

**Жадвал 12. Жаҳон капитализациясида алоҳида мамлакатлар улуши, %**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Австрал.	1.2	1.4	1.8	1.8	2.1	1.9	2.0
Б.Брит.	8	7.8	8.4	7.6	7.6	7.1	7.5
Герман.	4	3.9	3.3	3.4	3.2	2.8	3.1
Испания	1.6	1.7	2.2	2.3	2.5	2.2	2.3
Италия	2.4	1.9	0.8	1.9	2.1	1.9	2.0
Канада	2.6	2.2	2.8	2.8	3.1	3.5	3.6
АҚШ	47	50.4	43.3	44.3	43.1	39.6	40.2

Франция	4.5	4.2	4.5	4.2	4.1	4	4.1
Япония	9.8	8.2	9.9	9.2	9.4	10.7	10.9
Барча ривожл. бозорлар	92.3	91.3	88.9	89.1	87.8	84.9	85.1
Аргент.	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Бразил.	0.6	0.7	0.6	0.7	0.9	1.1	1.1
Ҳинд.	0.4	0.4	0.6	0.9	1	1.3	1.4
Индон.	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Қозоғис.	0	0	0	0	0	0.1	0.2
Ҳитой	1.8	1.9	2.2	1.6	1.2	0.9	1.1
Корея	0.5	0.8	1.2	1	1.1	1.7	1.7
Мексика	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
Польша	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Россия	0.1	0.3	0.5	0.6	0.7	1.2	1.3
С.Араб.	0.2	0.3	0.4	0.5	0.8	1.5	1.6
Тайвань	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
Туркия	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
Украина	0	0	0	0	0	0.1	0.1
ЖАР	0.6	0.5	0.8	0.8	1.2	1.3	1.3
Барча шакллан. бозорлар	7.7	8.7	11.1	10.9	12.2	15.1	15.2
Дунё	100	100	100	100	100	100	100

Манба: Emerging Stock Markets Factbook, IFC, Washington; Global Stock Markets Factbook 2004, S&P, NY., 2004; Emerging Stock Markets Review. December 2005, S&P, 2005; WFE database; FEAS Yearbook; ушбу ташкилотларнинг 2006 йилги маълумотлари асосида ҳисобланиб топилган.

**Жадвал 13. Жаҳоннинг ривожланаётган молия бозорларига эга бўлган мамлакатлар бўйича капитализация ва ЯИМ нисбати, 2005 й.**

Гонконг	ЖАР	Сингапур	Малайзия	Чили
597	229	220	139	118
Корея	Ҳиндистон	Таиланд	Россия	Бразилия
91	70	70	62	60
Туркия	Филиппин	Польша	Мексика	Венгрия
44	40	31	31	30
Индонезия	Аргентина	Словения	Ҳитой	Чехия
28	26	23	13	32

Манба: Биржаларнинг жаҳон федерацияси (WFE) маълумотлари асосида ҳисоблаб топилган.

**Жадвал 14. Жаҳон молия бозорларининг P/E Ratio кўрсаткичи**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Ривожланган мамлакатлар</b>							
АҚШ	179.2	30.8	31.2	41.6	18.5	14.7	15.2
Б.Брит.	23.3	20.3	17.7	18.3	14.7	14.0	14.5
Швейцар.	17	21	29.6	19.3	14	14.3	14.8
Голланд.	21.3	15.6	12.6	14.9	11.4	13.3	13.4
Италия	22.4	21.3	16.8	15.7	22.1	16	18
Канада	23	32	42.4	19.7	18.8	19.9	20
Бельгия	14.5	11	10	13.6	14.3	16	16.7
Франция	18.1	14.1	12.1	16.8	13.2	15.1	15.5
Япония	620.2	525.6	манфий	438.6	44.1	50.4	50.9
<b>Ривожланаётган мамлакатлар</b>							
Бразил.	12.8	8.49	11.23	10.34	10.8	12.4	12.5
Ҳинд.	15.6	33	29.8	34.2	33.6	19.4	21.2
Тайвань	14.8	41.6	41.8	24.8	12.6	21.9	22.2
Ҳитой	72.8	77.5	71.4	72.7	48.9	13.9	31.1
Корея	15.4	29.3	15.6	10.1	15.8	20.8	21.3
Мексика	12.2	15.6	12.5	17.9	14.6	14.2	14.4
Польша	15.9	65.9	31.2	49.9	17.1	11.7	12.2
Россия	3.8	5.6	12.4	19.9	10.8	24.1	31.3
Туркия	16.1	824.4	27	12.3	13.3	16.2	17.4
Гонконг	12.8	12.2	14.9	18.9	18.7	15.6	16.1
ЖАР	13.5	13.3	12.6	11.3	14.8	12.8	13.3

Манба: WFE.

**Жадвал 15. Акциялар билан биржа битишувлари ҳажми ва мамлакатлар гуруҳлари бўйича капитализация нисбати**

Мамлакатлар	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Индустриал	1.69	1.47	1.53	1.13	1.23	1.36	1.5
Ривожланаётган	1.6	1.04	1.04	0.75	0.74	0.69	0.71
Жумладан БРҲҲ	1.56	1.00	0.68	0.58	0.64	0.5	0.53

Манба: WFE. Изоҳ: БРҲҲ-Бразилия, Россия, Ҳиндистон, Ҳитой.

**Жадвал 16. Йирик ривожланаётган молия бозорларига эга бўлган мамлакатлар бўйича акциялар бозорлардаги free float даражаси, %**

Мамлакат	1996	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Бразилия	43.7	40.9	45.9	35.2	37.2	39.5	39.3	40.1	41.3
Ҳиндистон	41.4	47.3	49.4	46.7	37.2	33.4	32.2	31.4	31.1

Ҳитой	34.1	22.7	24.5	21.1	24.4	23.4	27.8	28.2	29.8
Мексика	67.8	73.2	73.4	49.1	48.5	51.3	48.4	49.2	50.1
Польша	68.3	39.8	52.0	33.2	32.2	31.5	34.3	34.8	36.1
Россия	51.8	36.7	56.8	51.0	45.9	44.0	47.7	48.2	55.4
Тайвань	55.3	53.2	60.7	60.9	55.1	58.9	60.2	61.3	62.1
Туркия	54.2	50.4	55.1	41.2	39.0	37.5	24.5	23.7	22.5
ЖАР	35.7	40.3	42.2	33.6	40.2	37.9	34.1	35.2	34.8
Корея	52.7	50.5	54.1	60.8	64.1	65.0	59.1	57.2	58.7

Манба: S&P маълумотлари асосида ҳисобланиб топилган.

**Жадвал 17. Жаҳон қарз мажбуриятли қимматли қозғалар бозорлари ҳажми (млрд.долл.)**

Мамлакат	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Австралия	305	285	345	494	614	644
Б.Брит.	1565	1577	1823	2230	2445	2524
Германия	2082	2575	3193	4025	4558	4178
Италия	1345	1620	2027	2602	3055	2914
Испания	363	543	766	1104	1452	1537
Канада	777	779	810	981	1055	1098
АҚШ	16118	17601	19016	20835	22541	23278
Франция	1332	1517	1930	2593	3065	2873
Япония	6432	6007	6621	8087	9163	8874
<i>Барчаси</i>	33373	35071	39582	46872	53014	52927
Аргентина	154	123	103	111	114	98
Бразилия	356	375	287	388	462	627
Ҳиндистон	140	134	160	201	246	292
Индонезия				75	68	60
Ҳитой	276	421	394	460	508	613
Корея	351	342	436	510	642	705
Мексика	127	153	199	222	258	300
Польша	37	52	66	86	121	126
Россия	70	68	78	88	109	126
Туркия	69	107	116	167	201	218
Украина	2	3	4	5	8	9
ЖАР	65	47	66	95	123	115
<i>Барчаси</i>	2300	2667	3069	3764	4274	4654
<i>Дунё</i>	35673	38121	43020	51114	58003	57581
<i>ЯИМга %</i>	114	122	133	141	143	131
<i>Хусусий эмитентл.</i>	16514	23590	26121	30485	34341	34609



<i>ЯИМга %</i>	53	76	81	84	84	79
----------------	----	----	----	----	----	----

Манба: *BIS Quarterly Review. Statistical Annex.*

**Жадвал 18. Қимматли қозғалар бўйича жаҳон қарзларида алоҳида мамлакатлар улуши, %**

Мамлакат	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Австралия	0.9	0.7	0.8	1	1.1	1.1
Б.Брит.	4.4	4.1	4.2	4.4	4.2	4.4
Германия	5.8	6.8	7.4	7.9	7.9	7.3
Италия	3.8	4.2	4.7	5.1	5.3	5.1
Испания	1	1.4	1.8	2.2	2.5	2.7
Канада	2.2	2	1.9	1.9	1.8	1.9
АҚШ	45.2	46.2	44.2	40.8	38.9	40.4
Франция	3.7	4	4.5	5.1	5.3	5
Япония	18	15.8	15.4	15.8	15.8	15.4
<i>Барчаси</i>	93.6	92	92	91.7	91.4	91.9
Аргентина	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Бразилия	1	1	0.7	0.8	0.8	1.1
Ҳиндистон	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
Индонезия	0	0	0	0.1	0.1	0.1
Ҳитой	0.8	1.1	0.9	0.9	0.9	1.1
Корея	1	0.9	1	1	1.1	1.2
Мексика	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
Польша	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Россия	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Туркия	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
ЖАР	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
<i>Барчаси</i>	6.4	7	7.1	7.4	7.4	8.1
<i>Дунё</i>	100	100	100	100	100	100

Манба: *BIS Quarterly Review. Statistical Annex.*

**Жадвал 19. Фонд бозори рўйхатида бўлган компанияларнинг умумий сонида ҳорижий компаниялар улуши, %**

Мамлакатлар	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Индустриал бозорлар	12.5	10.8	10.6	10.6	10.1	9.3	9.8
Ривожланаётган бозорлар	0.37	0.38	0.37	0.95	1.87	1.83	1.78

Манба: WFE.

**Жадвал 20. Муддатли қимматли қозғалар бозорида очиқ позициялар ҳажми (2004 йил), млн.контракт**

АҚШ	Eurex	Euronext	Корея	Швеция
643.88	217.34	127.3	58.39	25.64

Япония	Ҳиндистон	Сингапур	Тайвань	Гонконг
25.59	23.78	16.44	15.34	12.58
ЖАР	Бразилия	Испания	Австралия	Италия
12.23	11.47	8.73	6.77	6.44
Польша	Греция	Канада	Аргентина	Малайзия
3.54	2.97	2.95	2.25	1.09
Норвегия	Россия	Дания	Венгрия	Мексика
0.97	0.75	0.57	0.39	0.37
Австрия	Исроил			
0.36	0.34			

Манба: Биржаларнинг жаҳон федерацияси (WFE) маълумотлари асосида ҳисоблаб топилган.

**Жадвал 21. Инвестицион пенсия резервлари баҳоси (млн.долл.) ва ЯИМдаги улуши (%)**

Мамлакат	2001	2002	2003	2004	2005
Австралия	212860 (57.7)	239290 (58.1)	295670 (56.1)	464577 (72.9)	
Австрия	7555 (3.9)	8099 (3.9)	10869 (4.3)	13299 (4.5)	
Аргентина	20786 (7.7)	11409 (11.2)	15947 (12.3)	18238 (11.9)	22416 (12.7)
Бельгия	12639 (6.0)	12428 (5.1)	12152 (4.0)	14325 (4.1)	
Болгария	83	173	331	553	
Бразилия			64444 (12.7)		134807 (16.3)
Б.Британия	1040472 (66.0)	1040472 (66.5)	1175335 (66.4)	1175335 (55.3)	
Венгрия	2071 (4.0)	2976 (4.5)	4456 (5.4)	6859 (6.8)	
Германия	63296 (3.0)	7846 (3.4)	88887 (3.6)	104161 (3.8)	
Дания	43639 (27.5)	44324 (25.9)	58782 (27.8)	73095 (30.3)	
Исроил	27300	28200	31900		
Ирландия	45763 (44.3)	42222 (35.1)	59989 (39.4)	77405 (42.6)	
Испания	35072 (5.2)	39061 (5.4)	54778 (7.0)	93644 (11.2)	86010 (7.6)
Италия	25194 (4.0)	28312 (2.4)	36787 (2.5)	44351 (2.6)	
Канада	375565 (48.0)	346341 (47.7)	445761 (52.0)	445761 (45.6)	
Колумбия	4939	5472	7315	10965	11067
Корея		8438 (1.5)	9884 (1.6)	11516 (1.7)	

Мексика	27146 (4.4)	31748 (4.9)	35844 (5.6)	43033 (6.4)	55386 (7.2)
Нидерланд.	404772 (105.4)	441498 (105.4)	545239 (106.3)	545239 (94.2)	
Я.Зеландия	7687 (14.8)	7865 (13.1)	9094 (11.4)	11157 (11.3)	
Норвегия	6831 (4.0)	7652 (4.0)	10227 (4.6)	16939 (6.8)	
Польша	8219 (4.4)	7588 (4.0)	11987 (5.7)	20943 (8.6)	26394 (8.7)
Португалия	13278 (12.1)	14657 (12.1)	18396 (12.5)	18868 (11.2)	
Россия	1153 (0.4)	1640 (0.5)	2989 (0.7)	5893 (1.0)	9808 (1.3)
Словакия	2244 (10.7)	4037 (16.7)	7409 (22.7)	7409 (18.0)	
АҚШ	8571800 (85.1)	7814800 (74.9)	9213900 (84.1)	10150000 (86.7)	10646700 (85.3)
Таиланд		5774	7519	8186	
Туркия				209 (0.1)	
Финляндия	9991 (8.2)	10606 (8.0)	13406 (8.3)	84271 (45.3)	
Франция	51388 (3.8)	95395 (6.5)	123255 (6.9)	123255 (6.0)	
Чехия	1404 (2.3)	2053 (2.8)	2852 (3.1)	3884 (3.6)	
Чили	35461 (51.7)	43431 (64.5)	49690 (67.7)	60798 (64.6)	74756 (59.6)
Швейцария	261357 (114)	267554 (96.7)	360646 (112.1)	360646 (100.9)	
Швеция	18254 (4.0)	18542 (7.7)	23457 (7.8)	43823 (12.7)	
Эстония		15	90	234	
ЖАР			57337 (34.7)	82756 (38.9)	
Япония	580519 (19.0)	561645 (14.1)	658255 (15.3)	661063 (14.3)	
Ўртача:	11918737 (23.3)	11261565 (22.8)	13524879 (25.9)	14802689 (25.7)	11067344 (24.8)

Манба: OECD Global Pension Statistics; Eurostat; FIAP.

**Жадвал 22. Пенсия резерлари ва фонд бозорини йилига ўртача 2001-2004 йилларда тавсифловчи кўрсаткичларнинг ўсиши**

Ўртача йиллик ўсиш (%), 2001-2004 йилларда

Мамлакат	Инвестиция фондлари	ЯИМ	Капитализация	Акцияларнинг биржа обороти	Фонд индекси	Пенсия фондлари активлари
Австралия	24.9	20.2	29.4	29.0	7.4	31.0
Австрия	23.5	15.0	52.8	62.2	27.4	21.3
Аргентина	12.6	-5.7	-29.8	83.7	65.9	3.0
Бельгия	20.3	15.9	10.2	6.9	7.6	4.7
Б.Британия	17.6	14.1	10.8	28.7	0.3	4.3
Венгрия	33.8	24.8	41.9	39.9	28.9	49.1
Германия	12.4	13.3	10.4	0.8	0.2	18.5
Дания	24.3	15.1	23.2	16.1	36.5	19.5
Ирландия	34.7	20.8	18.4	26.8	6.4	21.1
Испания	26.3	7.2	28.3	13.6	6.3	40.9
Италия	12.9	15.6	15.8	14.0	2.9	21.0
Канада	17.0	11.7	23.1	14.3	7.6	7.0
Корея	17.5	12.2	25.2	-2.6	10.1	16.8
Мексика	3.6	2.9	13.6	12.1	28.9	16.6
Нидерландлар	8.9	14.8	9.0	-8.2	-8.0	10.9
Я.Зеландия	19.6	24.2	35.5	25.3	19.6	13.5
Норвегия	27.7	13.8	29.2	43.4	13.9	37.1
Польша	60.3	9.4	43.7	39.7	25.3	41.7
Португалия	22.8	15.3	15.4	13.7	4.9	12.8
Россия	70.8	24.1	55.0	65.9	34.8	73.9
Словакия	104.3	25.5	42.3	-11.8	42.2	54.5
АҚШ	5.7	5.2	7.7	-9.0	7.2	6.4
Финляндия	43.3	15.5	1.2	8.6	-8.9	187.1
Франция	24.6	15.3	13.4	8.3	-1.5	38.3
Чехия	42.8	20.7	52.1	75.7	10.1	40.4
Чили	35.5	11.8	33.8	53.6	20.4	19.7
Швейцария	7.5	12.6	11.2	44.1	1.0	12.4
Швеция	20.6	16.6	22.5	16.5	3.3	38.3
ЖАР	55.0	23.9	49.1	34.0	38.6	44.3
Япония	5.9	3.7	19.5	27.2	5.2	4.8
ПФларни ўсиши билан коррекциялаш	0.51	0.31	0.14	-0.01	-0.09	1.00

Манба: OECD Global Pension Statistics; Eurostat, FIAP.

**Жадвал 23. Сегурта компаниялари активлари**

Мамлакат	Млрд.доллар		ЯИМдан %	
	2003	2004	2003	2004
Австралия	98.1	118.3	18.6	18.6

Б.Британия			52.9	51.1
Германия	625.1	774.5	26.1	28.1
Испания		123.5		11.9
Италия	236.3	325.7	16.1	19.5
Канада	173	216.7	20.1	25.2
АҚШ	2172.8	2342	19.9	20
Франция	724.1	932	41.2	53
Япония	1435.7	1589.9	33.4	34
Корея	116.1	127.6	19.2	18.8
Польша	7.4	9.5	3.5	4
Россия	9.8	11.2	2.3	1.9
Туркия		2		0.6
Умуман OECD мамлакатлари	7038.5	8978.8	25.3	24.6

Манба: OECD Global Pension Statistics; OECD Insurance Statistics Yearbook; Интерфакс (analytics.interfax.ru) маълумотлари асосида ҳисоблаб топилган.

**Жадвал 24. Капитализация/ЯММ (%) кўрсаткичи бўйича миллий бозорларни тақсимланиши**

Капитализация/ ЯММ, %	1998		2005	
	Ривожлан- ган бозорл.	Шаклланаётган бозорлар	Ривожл. бозорлар	Шаклланаётган бозорлар
0-5		Арманистон, Бангладеш, Болгария, Гватемала, Доминикан Республ., Руминия		Руминия, Словакия
>5-10		Боливия, Венесуэла, Гон-дурас, Замбия, Эран, Лат-вия, Литва, Нигерия, Пак-истан, Россия, Эквадор		Венесуэла, Ливан, Покистон, Бангладеш, Украина, Шри- Ланка, Эквадор
>10-20	Австрия	Аргентина, Ботсвана, Га-на, Зимбабве,	Австрия	Индонезия, Кения, Ко-лумбия, Кот-

		Кения, Ко-лумбия, Коста-Рика, Кот-дИвуар, Ливан, Перу, Польша, Словения, Тунис, Турция, Хорватия, Чехия		дИвуар, Литва, Намибия, Нигерия, Польша, Словения, Тунис, Хорватия
>20-30		Бразилия, Венгрия, Миср, Ҳиндистон, Индонезия, Кипр, Ҳитой, Мексика, Ямайка		Венгрия, Гана, Египет, Марокко, Таиланд, Перу, Чехия, Россия
>30-40	Исландия, Норвегия	Исроил, Корея, Оман, Панама, Саудия Арабист., Таиланд	Янги Зеландия	Бразилия, Зимбабве, Индия, Корея, Латвия, Маврикий, Мексика, Филиппин, Эстония
>40-60	Германия, Дания, Италия, Новая Зеландия	Маврикий, Марокко, Португалия, Филиппин	Дания, Норвегия, Португалия	Аргентина, Исроил, Китай, Тринидат и Тобано
>60-80	Ирландия, Испания, Франция, Япония	Греция, Иордания, Кувайт, Чили	Германия, Италия, Япония	Иордания
>80-100	Австралия, Бельгия, Канада		Австралия, Ирландия, Бельгия, Испания	Чили
>100-150	Сингапур, Финляндия, Швеция	Малайзия, ЖАР	Канада, Франция, Швеция	Малайзия
>150	Б.Британия, Люксембург, Нидерланд, АҚШ, Гонконг, Швейцария		Б.Британия, Люксембург, Нидерланд, Сингапур, АҚШ, Гонконг, Швейцария	ЖАР
Итого рынков	23	58	22	45

Манба: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1999), S&P/IFC Emerging Stock Markets Review January 2001, FIBV Annual Report 2000, IMF World Economic Outlook May 2001. S&Poor's/IFC.

**Жадвал 25. Капитализация бўйича бозорлар таҳлили**

Ривожланган бозорлар		Шаклланаётган бозорлар	
Капитализация/ЯИМ (ички эмитентлар бўйича)	Ривожланган бозорлардаги умумий улуши	Капитализация/ЯИМ (ички эмитентлар бўйича)	Шаклланаётган бозорлардаги умумий улуши
<b>2005 й., %</b>			
0-5	-	0-5	10,3
>5-10	-	>5-10	19,0
>10-20	4,3	>10-20	27,6
>20-30	-	>20-30	15,5
>30-40	8,6	>30-40	10,3
>40-60	17,5	>40-60	6,9
>60-80	17,5	>60-80	6,9
>80-100	13,0	>80-100	-
>100-150	13,0	>100-150	3,5
>150	26,1	>150	-
<b>1996 й., %</b>			
		0-10	26
		10-20	28
20-40	21	20-30	20
40-60	26	30-60	16
60-100	16	60-100	6
100дан юқори	37	100дан юқори	4
Жами	100	Жами	100

Манба: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks.

**Жадвал 26. Акцияларнинг миллий бозорлари рақобатбардошлилиги**

Мамлакатлар	Биржалар капитализацияси динамикаси (1990=100),%)									
	1990	1991	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2005
<b>Ривожланган фонд бозорлари</b>										
Жами, Жумладан:	100	139,1	164,4	211,4	241,5	284,2	340,7	н/д	н/д	410,3
<b>Салмогини (ўрнини) тез ошираётган бозорлар</b>										
Гонконг	100	225,5	712,0	567,1	830,8	763,4	634,2	1124,3	1154,4	1194,1
Франция	100	202,4	265,1	303,5	343,6	392,0	576,3	879,4	841,0	851,2
Испания	100	207,7	167,1	277,8	341,1	407,9	564,9	609,8	708,2	781,4
<b>Салмогини яхши ошираётган бозорлар</b>										
Швейцария	100	135,3	211,4	337,4	312,8	447,7	536,3	529,8	616,6	676,1
Германия	100	184,6	217,4	270,8	314,8	387,3	513,4	676,6	595,9	623,8
АҚШ	100	157,9	198,4	264,9	327,7	436,8	519,6	578,2	578,1	582,5
<b>Салмогини ўртача ва барқарор ошираётган бозорлар</b>										
Б.Британия	100	145,1	169,4	206,8	255,6	293,6	348,7	411,6	378,6	418,9
<b>Салмогини йўқотаётган бозорлар</b>										
Канада	100	122,0	149,2	167,4	222,2	259,4	248,4	360,7	351,9	361,2
Япония	100	111,7	107,0	130,8	110,2	79,1	89,1	162,7	115,3	145,4
<b>Шаклланаётган фонд бозорлари</b>										
Жами, Жумладан	100	259,8	493,5	582,3	711,6	672,1	582,9	н/д	н/д	н/д
<b>Салмогини тез ошираётган бозорлар</b>										
Индонезия	100	10029,4	48455,9	97919,1	133847	42801	32500,0	94176,0	39426	49121
Хитой	-	100	2000,0	2073,7	5609,2	10175	10100,0	13620,9	н/д	14523
Туркия	100	487,5	1164,0	644,9	932,3	1896	1044,4	3521,3	2163,3	3143,5
Мексика	100	1173,0	2397,4	1083,2	1272,9	1870,8	1096,0	1839,9	1496,0	1685,0
<b>Салмогини яхши ошираётган бозорлар</b>										
Бразилия	100	253,0	588,2	588,2	1284,0	1511,8	952,0	1348,8	н/д	1413,2
Ҳиндистон	100	279,6	574,4	574,4	718,8	753,2	616,2	1143,7	н/д	1323,7
<b>Салмогини йўқотаётган бозорлар (шаклланаётганлар ичида)</b>										
Малайзия	100	316,8	1190,8	1190,8	165,7	505,9	532,6	755,5	755,5	732,0
Тайвань	100	257,0	401,6	401,6	562,6	592,2	535,0	774,2	774,2	802,4
Корея	100	293,0	423,7	423,7	421,9	127,2	348,0	930,1	930,1	972,0
<b>Энди шаклланаётган бозорлар (шаклланаётганлар ичида)</b>										
Ўзбекистон*	-	-	н/д	1,94	1,9	1,55	1,5	1,6	1,86	1,34
Жами жаҳон фонд бозорлари	100	144,2	178,3	178,3	260,7	300,6	260,7	н/д	н/д	298,2

Манба: FIBV, S&Pooг's/IFC. \*-тахминан максимал даражада ҳисобланган.



**Жадвал 27. Волатиллик даражаси бўйича миллий акциялар бозорларини тақсимланиши**

Мамлакатлар бўйича фонд индекслари (1995 – 2005 йиллар бўйича ўртача.)				
Вариация коэф., %	Ривожланган бозорлар	Жами	Шаклланаётган бозорлар	Жами
0-10	Австралия	1		
>10-20	Австрия, Б.Британия, Гонконг, Ирландия, Нидерландлар, Норвегия, Швейцария, Япония	8	Аргентина, Иордания, Польша, Тайвань, Чехия, Чили	6
>20-30	Бельгия, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Янги Зеландия, Сингапур, АҚШ, Франция	10	Бразилия, Венгрия, Миср, Ҳиндистон, Марокко, Мексика, Перу, ЖАР	8
>30-40	Люксембург, Швеция	2	Венесуэла, Исроил, Корея, Колумбия, Покистон	5
>40-50			Туркия, Греция, Филиппинлар	3
>50-70			Малайзия, Россия	2
>70-80	Финляндия	1	Индонезия	1
>80			Таиланд	1
>100			Ўзбекистон	1
Жами мамлакатлар		22	Жами мамлакатлар	27

Манба: Юқорида келтирилган жадваллар.

### **Илова 3. Ўзбекистон молия бозори тавсифи, ҳолати ва муаммолари**

Ўзбекистонда молия бозори модели аралаш (гибрид, кўшма) моделга мансуб бўлиб, ўзида англо-саксон, континентал (Германча) ва Япон моделлари элементларини маълум даражада мужассамлаштирган (3.3 ва 3.4 паранрафларга қаралсин). Унинг хусусияти шундаки, унда ҳозирча на банкларнинг, на молия институтларининг (инвестиция институтлари, суғурта ташкилотлари, фондлар), на институционал инвесторларнинг, на майда чакана инвесторларнинг алоҳида устунлиги кузатилмайди. Алоҳида сегментларга (пул, валюталар, корпоратив ва давлат қимматли қоғозлари, суғурта инструментлари, кредит ва банкларнинг бошқа инструментлари бозорларига) эга бўлиб, улар ҳозирда бир-бири билан тўлиқ боғлиқ эмас ва ҳар бири турли ваколатли давлат органлар томонидан алоҳида тартиблаштирилади (9.7 параграфга қаралсин).

Ҳозирда ҳар қандай ўтиш иқтисодиётига мансуб мамлакатлар сингари Ўзбекистон учун асосий муаммолар – ишлаб чиқаришни модернизациялаш-тириш, инвестицияларни жалаб қилиш ва индустриал ўсишни таъминлашдир. Бу муаммоларни ечишда миллий молия бозори бирмунча қийинчиликларга (муаммоларга) дуч келмоқда (3.4, 9.7, 10.3 параграфларга қаралсин). Компаниялар ва банкларда эмиссион, фоизли даромадлар ва инвестицион сиёсатларида номутаносибликларни кузатиш мумкин. Банклар, компаниялар ва суғурта ташкилотларининг моявий ҳолати қониқарли ва барқарор эмас, рисклилиқ ва волатиллик даражаси юқори.

Қимматли қоғозлар бозорида (ҚҚБ) ҳозирча муддатли инструментлар (деривативлар), муниципал, ипотека ва бошқа турдаги тижорат қоғозлари (жумладан векселлар) сегментлари тўлиқ шаклланмаган. IPO механизми йўқ. Давлат қимматли қоғозлари муомаласи Республика Валюта биржасида амалга оширилади. Пул, валюта ва банклараро кредитлар бозорлари банклар секторида фаолият кўрсатади. Қимматли қоғозлар бозори ҳажмининг ЯИМга нисбати (капитализация суръати) кичик бўлиб, унинг даражаси ялпи ички инвестициялар (ЯИИ) ҳажмидан анча кам<sup>74</sup>. Реал секторнинг пул ресурсларига бўлган талаби асосий капиталга қилинган ички ва бевосита жалб (тўғридан тўғри) қилинган инвестициялар ҳисобига қондирилмоқда. Бунда кичик бизнеснинг ЯИМ ичдаги салмоғи ошиб бормоқда. Акциялар бўйича дивидендлар фоизи ва облигациялар бўйича фоиз ставкаси йилдан йилга пасайиш тенденциясига эга. Акцияларнинг бирламчи ва иккиламчи бозорларининг нисбати тахминан бир-бирига яқин. Акциялар ва облигацияларнинг иккиламчи бозорлари спекулятив характерга эга эмас. Спекулятив портфел инвесторлар шаклланмаган бўлиб, асосан стратегик портфел инвесторлар мавжуд.

Ҳозирда (2007 йилнинг боши ҳолатига кўра) молия бозорининг операцион тузилмасида уч юздан зиёд инвестиция институтлари, бешта биржа (Республика Валюта Биржаси, “Тошкент” Республика Фонд Биржаси, Республика товар-ҳом ашё Биржаси, Республика кўчмас мулк Биржаси, Агросаноат Биржаси), иккита биржадан ташқари электрон савдо тизими (Банклараро савдо тизими, “Элсис-савдо” электрон савдо тизими), икки мингдан ортиқ акциядорлик жамияти, 28 тижорат банки (улардан 12-таси аралаш мулкчилик шаклига асосланган банклар, 9-таси хусусий банк, 5-таси ҳорижий капитал иштирокидаги банк, 3-таси давлат банки), 45 кредит иттифоқлари, 25-дан зиёд суғурта ташкилотлари, бюджетдан ташқари фондлар (бандлик, пенсия, йўл, фермерлар фонлари ва ҳ.к.), 1,11 миллиондан зиёд акциядор бўлган ички ва ҳорижий инвесторлар (улардан 1,0 жисмоний шахслар, уларнинг салмоғи 3 фоизни ташкил қилади), бюджетдан ташқари фондлар, банклар, кредит иттифоқлари (20 дан зиёд) ва суғурта (25 та) ташкилотларининг кўп миллионли мижозлари фаолият кўрсатмоқда. Пенсия ва бошқа бюджетдан ташқари фондлар ўзларининг фаолиятига кўшимча асосан давлат қимматли қоғозларига инвестиция қиладилар, фаоллиги сезиларли эмас. Бошқарувчи компанияларнинг тахминан 95 фоизи давлатга тегишли акциялар пакетларини

<sup>74</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Рынок ценных бумаг Узбекистана: состояние и факторы развития. // Журнал «Рынок, деньги и кредит», №3(118), 2007.-с.41-43.

бошқарадилар. Инвестиция фондларининг фаоллиги жуда ҳам паст. Умуман олганда, миллий молия бозори ҳозирча 3.1 параграфда келтирилган индикаторлар мезонининг ижобий миқдорий кўрсаткичларига тўлиқ эришмаган. Чунки молия бозори қатнашчиларининг фаоллиги сушт, муомаладаги молиявий инструментларининг тури кам, рисклилиги ва волатиллик даражаси баланд, капитализацияси ва ликвидлилиги паст, ҳажми кам, обороти секин, тартиблаштириш механизми такомил эмас ва ҳ.к. Буларнинг барчаси вақтинчалик ҳолат бўлиб, келажакда бошқа ривожланаётган мамлакатларнинг молия бозорлари сингари рақобатбардошлик даражасига эришиши муқаррар<sup>75</sup>. Бунда ўрта ва узоқ муддатда Ўзбекистон молия бозорининг кескин ривожланишини башорат қилса бўлади<sup>76</sup>. Бунинг учун унда барча имкониятлар мавжуд.

Ўзбекистон молия бозорининг ҳолатини қуйида келтирилган аналитик-статистик маълумотлардан кўриш мумкин (1-22 жадваллар).

**Жадвал 1. Инвестиция институтлари сони динамикаси**

№	Фаолият турлари	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1	Инвестиция воситачиси	110	105	103	103	74	91	89
2	Инвестиция компанияси	7	9	10	11	10	12	12
3	Инвестиция маслаҳатчиси	29	27	26	23	18	25	24
4	Депозитарий	32	32	30	33	20	36	37
5	Реестр юритувчи	57	59	58	52	33	46	47
6	Бошқарувчи компания	33	32	31	38	51	65	65
7	Инвестиция фонди (ИФ)	14	15	16	17	17	16	13
8	Хусусийлаштириш ИФ	24	23	22	14	8	8	5
9	Клиринг палатаси	2	1	1	1	1	2	2
10	Номинал сақловчи	14	13	10	10	12	16	15

<sup>75</sup> Доклад Президента Республики Узбекистан на заседании Кабинета Министров от 10.02.2006 года «Об итогах социально-экономического развития в 2005 году и важнейших приоритетах углубления экономических реформ в 2006 году»//Народное слово, 11.02.2006 г.; Постановление Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию рынка ценных бумаг» от 27.09.2006 г., №ПП-475.

<sup>76</sup> Шохазамий Ш.Ш. Фондовый рынок в условиях либерализации внешнеэкономической деятельности.//Рынок, деньги и кредит, №7(110), 2006.-сс.25-28.

11	Биржадан ташқари савдо ташкилотчиси	1	1	-	-	-	1	2
	<b>Жами:</b>	323	317	277	302	244	318	311

Манба: Марказ ва муаллиф. Инвестиция институтларининг 50 фоизига яқини Тошкент шаҳрига тўғри келади.

**Жадвал 2. ҚҚБ ҳажми динамикаси**

Кўрсаткичлар	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
АЖ сони	4909	4757	4530	4307	2311	2114	2017
Акциялар бозори ҳажми, млрд.сум	17.1	26.1	41.7	74.7	115.1	142.5	330.79
Бирламчи бозорда	6.2	12.2	16.3	53.9	62.1	88.7	112.59
<i>Биржада</i>	4.6	6.8	10.5	19.7	18.5	14.9	20.96
<i>Биржадан ташқари бозорда</i>	1.6	5.4	5.8	34.2	43.6	73.8	91.63
Иккиламчи бозорда	10.9	13.9	25.4	20.8	53.0	53.8	218.2
<i>Биржада</i>	0.6	1.1	4.6	12.4	22.8	26.3	115.5
<i>Биржадан ташқари бозорда</i>	10.3	12.8	20.8	8.4	30.2	27.5	102.7
Корпоратив облигациялар ҳажми, млн.сум*	484	590	5818.2	16147	28772	11106	12
ДҚМО, млрд.сум	43.0	35.8	42.4	45.5	25.0	15.7	
ДЎММ	-	-	-	-	20.7	33.7	
Марказий банк (МБ) облигациялари	-	-	1.0	-	15.0	20.0	

Манба: Марказ, РФБ «Тошкент», Аналитический бюллетень «Экономика Узбекистана»;

\*- 1999 йилда ҳажми 117,0 млн.сумни ташкил этган.

**Жадвал 3. Қимматли қозғаларнинг даромадлилиги динамикаси (%) банклардаги аҳоли ва корхоналарнинг депозитлари билан солиштирилганда**

<b>Даромадлилик</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Инфляция, %	28,2	26,6	21,6	26,7	22,1	13,5	6,8
Қайта молиялаштириш ставкаси, %	24	24	30	20	16	16	14
Корпоратив облигация бўйича ўртача купон ставкаси, %	24	25	27	25	22	24	22
ДҚМО бўйича ўртача вазнлашган даромад	19	18	18	14	12,5	12,4	12,1
ДЎММ ўртача йиллик даромад	-	-	-	-	18	13	14
МБ облигациялари бўйича йиллик ставка *	-	20	22	20	18	18	18
Аҳолининг муддатли депозитлари бўйича ўртача вазнлашган ставка (сўм)	32,2	38,1	40,2	36,2	34,5	27,1	26,4
Юридик шахсларнинг муддатли депозитлари бўйича ўртача вазнлашган ставка (сўм)	12,9	16,0	19,2	17,1	11,3	11,0	10,0
Қисқа муддатли кредитлар бўйича ўртача вазнлашган ставка (сўм)	25,7	28,0	32,2	28,1	21,2	20,0	19,0

Изоҳ: - муаллиф ҳисоб-китоблари; \*-тахминий қийматлар.

**Жадвал 4. Акциялар чиқарилиши ҳажми динамикаси**

<b>Йил</b>	<b>Эмиссия сони</b>	<b>Эмиссия суммаси, млн.сум</b>	<b>Умумий сони, дона</b>
1996	3064	48679.5	12169750
1997	1372	124084.7	48679000
1998	1673	66007.9	60848750
1999	675	313505.8	63529311

2000	630	309503.4	65978321
2001	1194	874138.6	66234830.5
2002	625	316000.0	68226697.5
2003	514	111014.4	70521076
2004	545	729100.0	2596864039
2005	214	593295.823	3111500000
2006	113	310491.9	2093700000

Манба: Чоп этилган АЖ йиллик ҳисоботлари. Муаллиф маълумотлари.

**Жадвал 5. Инвестиция институтлари (ИИ) кўрсаткичлари динамикаси**

Кўрсаткичлар	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ИИ умумий сони	323	317	277	302	244	318	312
Бир ИИ бизнеси ўртача ҳажми, млн.сум	52.9	82.1	150.9	246.8	472	448	559
Бир ИИ ўртача ҳаражатлари ҳажми, млн.сум	42	65	121	201	377	359	448
Бир ИИ активлари ўсишининг ўртача ҳажми, млн.сум	11	17	30	46	95	89	111
Бир ИИ малака гувоҳномасига эга мутахассисларнинг ўртача сони	3	3	3	2	2	3	3
ИИ ўртача ROA кўрсаткичи, %	20.7	20.7	20.0	18.6	20.1	19.8	19.8

Муаллиф томонидан тахминий ҳисоб-китоблар асосида топилган.

**Жадвал 6. ҚҚБ капитализацияси ЯИМ ва ЯИИ (ялпи ички инвестициялар) билан солиштириш учун**

Кўрсаткичлар	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ЯИМ, млрд.сўм	3255.6	4925.3	7450.2	9837.8	12261	15210.4	20759.3
ЯИИ, %	24	27.9	22.1	21.0	20.2	19.8	20.0
Асосий капиталга инвестиция, млн.с.	744.5	1320.9	1442.4	1867.4	2473.2	3012.9	3838.3
Акциялар бозори капитализацияси	0.525	0.529	0.559	0.759	0.939	0.937	1.8
Корпоратив облигациялар бозори капитализацияси	0.015	0.014	0.078	0.16	0.235	0.073	0
ДҚМО ва ДЎММ бозорлари капитализацияси	1.32	0.727	0.569	0.463	0.373	0.325	0.3
Умумий капитализация	1.86	1.27	1.21	1.38	1.55	1.34	2.1

Муаллифнинг статистикага асосан ҳисоблари.

**Жадвал 7. Рўйхатга олинган акциялар ҳажмидан бозор муомаласида бўлган акциялар улуши (БМАУ) динамикаси, %**

<b>Кўрсаткичлар</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Акцияларнинг умумий ҳажми, млрд.сум*	861.7	935.8	1061.7	1243.4	1493.9	2787.3	2996.7
Акциялар бозори ҳажми, млрд.сум	17.1	26.1	41.7	74.7	115.1	142.5	330.8
БМАУ, %	1.98	2.8	3.9	6.0	7.7	5.1	11.04

Изоҳ: \*-2004 йилгача бўлган маълумотлар ОАЖлардан тахминий олинган (умумий тенденция ўзгармайди). БМАУ кўрсаткичини акциялар бозорининг фоиз ликвидлиги сифатида қабул қилиш мумкин.

**Жадвал 8. Суғурта бозорининг асосий кўрсаткичлари, млн.сўм.**

Йил	Суғурта мукофотлари ҳажми	Суғурта жавобгарлиги ҳажми	Суғурта тўловлари ҳажми	Тўловлар коэффиценти
2000	8349,4	1720609	2425,3	0,29
2001	16236,8	2229426	3292,5	0,2
2002	21606,3	3226296	2452,1	0,11
2003	27064,5	4619108	2721,9	0,1
2004	32964,7	18157266	4114,9	0,12
2005	42655,2	18997356	4775,3	0,11
2006	48500	19233100	6200	0,13

Манба: ОАВ маълумотлари.

**Жадвал 9. Суғурта компанияларнинг сони, капитали ва инвестициялари**

Йил	Суғуртачи-лар сони	Устав капитали		Инвестициялар, %	
		млн.долл.	млрд.сўм	Акцияларга	Депозитга
2000	27	-	7,1	8.7	83.1
2001	28	-	8,2	13.2	77.8
2002	28	-	8,3	17.6	73.7
2003	21	-	10,3	64.4	28.7
2004	22	62,3	9,6	62.9	30.0
2005	25	64,4	13,3	61.1	30.1
2006*	25	64,4	13,3	59.2	32.4

Манба: ОАВ маълумотлари. \*-тахминий.

**Жадвал 10. Институционал инвесторларнинг инвестициялари тузилмаси (2006 йил ҳолатига)**

	Активлари,	Акциялар,	Давлат	Бошқа	Портфел
--	------------	-----------	--------	-------	---------

	млрд.сўм	минг.сўм	қимматли қоғозлари	қимматли қоғозлар	ҳажми
Инвестиция фондлари	3,95	2980270,74	0	27457,45	3007728,2
Тижорат банклари	5613,52	6298502,0	31316969	26883472	64498943
Суғурта ком- паниялари	194,67	100011135,3	2340061,6	5767784,7	108118982
Жами	5812,14	109289908	33657031	32678714	175625653

Манба: Марказ.

**Жадвал 11. Институционал инвесторларнинг портфелидаги улуши, %  
(2006 йил ҳолатига)**

	Соф актив- ларидаги улуши	Акциялар	Давлат қимматли қоғозлари	Бошқа қимматли қоғозлар	Портфел ҳажми
Инвестиция фондлари	76,8	99,09	0	0,91	100
Тижорат банклари	0,7	9,77	48,55	41,68	100
Суғурта ком- паниялари	53,2	92,5	2,16	5,33	100
Жами	-	62,23	19,16	18,61	100

Манба: Марказ.

**Жадвал 12. Марказий банкнинг капиталнинг минимал даражасига талаби (млн.долл.)**

	01.07.2005 йилдан	01.01.2006 йилдан	01.01.2007 йилдан
Акциядорлик тижорат банки	3,0	4,0	5,0
Хусусий банк	1,5	2,0	2,5
Ҳорижий капитал ишти-рокидаги банк	5,0	5,0	5,0

Манба: Марказий банк.

**Жадвал 13. Ўзбекистон банк сектори фаолиятининг макроқтисодий кўрсаткичлари  
(млрд.сўмда ва фоизда 2001 йилнинг базавий даврига)**

	Кўрсаткичлар	2001	2002	2003	2004
1	Банк сектори активлари:	3198	3918	4416	5004



	%	100	122.5	138.1	156.5
2	Ўз маблағлари:	502	715	790	824
	%	100	142.4	157	164.1
3	Номолия секторига ссуда ва лизинг:	1955	2760	3146	3458
	%	100	141.2	160.9	176.9
4	Қимматли қоғозлар ва инвестиция:	35	52	78	39
	%	100	148.5	222.8	111.4
5	Нобанк сектори депозитлари:	1122	996	1350	1480
	%	100	88.8	120.3	131.9

Манба: 1 ва 2 бандлар Марказий банк маълумотлари, қолганлари тижорат банкларнинг чоп этилган ҳисоботларидан.

**Жадвал 14. Тижорат банклари активларининг йиллик ўсиш суръати, %**

Банклар	2002	2003	2004	2001-2004
Давлат капитали иштирокидагилари	16	4	6	28
Акциядорлик тижорат банклари	53	16	21	116
Хусусий акциядорлик тижорат	340	46	18	659
Ҳорижий капитал иштирокидагилари	65	46	23	199

**Жадвал 15. Банкларнинг активи ва капитали рентабеллиги**

Йил	Кўрсаткич	Кичиклари	Ўртачалари	Йириклари	Барчаси
2001	ROA, %	6.0	5.0	1.3	1.4
	ROE, %	14.6	18.8	6.6	7.3
2004	ROA, %	1.7	2.5	0.6	0.7
	ROE, %	6.2	15.7	3.2	4.0
2006	ROA, %	1.6	2.2	0.5	0.6
	ROE, %	6.0	15.1	3.0	3.5

**Жадвал 16. Банк сектори ривожланишининг асосий кўрсаткичлари (млрд.сўм)**

Кўрсаткичлар	01.01.2005	01.01.2006	Ўзгаришлар	
			млрд.сум	%
Жами активлар	5004	5631	627	12,5
Умумий кредит портфели	3505	3786	281	8,0
Кичик бизнесга кредитлар	423	792	369	87,2
Жами капитал	824	931	107	12,9
Аҳоли депозитлари	323	450	127	39,3

Манба: Марказий банк.

**Жадвал 17. Банк кредитлари ҳажми**

Секторлар	2000-2005 йилларда олинган кредитлар ҳажми (млрд.сўм)	2000-2005 йилларда ишлаб чиқариш ҳажми (млрд.сўм)	2000-2005 йиллардаги нисбий миқдори
Саноат	1826,5	32193,2	0,0567
Қишлоқ хўжалиги	140,5	15437,6	0,0092
Жами:	1966,0	47630,8	0,0659

*Манба:* муаллиф ҳисоблари.

**Жадвал 18. Жалб қилинган инвестициялар, бизнес ва даромад солиғи.**

Йиллар	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Бевосита жалб қилинган инвестициялар, млн.долл.	387,5	355,0	507,7	687,1	746,4	895,6	
Кичик бизнес ва ХТ ЯИМдаги улуши, %	33,8	34,6	35	35,6	38,2	42,1	45*
Даромад солиғини пасайиши, %	31	24	20	18	15	12	10

Манба: ТИФВ, \*-прогноз.

**Жадвал 19. Аҳолининг пул даромадлари ва ҳаражатлари**

Кўрсаткичлар	2005		2006		Ўсиш, %
	Млрд.сўм	%	Млрд.сўм	%	
Пул даромадлари	9728.6	100	12954.9	100	133.2
Меҳнатга ҳақ тўлаш	2700.2	27.8	3812.7	29.4	141.2
Корхоналардан олинадиган даромадлар, иш ҳақидан ташқ.	28.1	0.3	44.4	0.3	158.0
Тадбиркорлик даромадлари	5492.5	56.4	7135.8	55.1	129.9
Пенсия, нафақа, стипендия, ижтимоий тўловлар	1507.8	15.5	1962.0	15.2	130.1
Пул сарфлари ва омонатлар	9533.0	100	12680.7	100	133.0
Истеъмол сафлари	7107.7	74.6	9538.9	75.2	134.2
Мажбурий тўлов ва бадаллар	746.9	7.8	895.8	7.1	119.9

Омонатларни ўсиши	1678.4	17.6	2246.0	17.7	133.8
Даромадларнинг харажатлардан органи	195.6	х	274.2	х	х

Манба: Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси.

**Жадвал 20. Лизинг операциялари ҳажми динамикаси**

Кўрсаткич, млн.сўм	2001	2002	2003	2004	2005
Лизинг операциялари ҳажми	18668	31293	36695	44259	90634

Манба: Марказий Осиёда лизингни ривожлантириш лойиҳаси маълумотлари

**Жадвал 21. Кредит иттифоқлари ривожланиши динамикаси**

Кўрсаткичлар	2003	2004	2005
Активлари, млн.сўм	1200	3506	6657
Берилган ссудалар, млн.сўм	980	2828	5737
Ўз маблағлари, млн.сўм	380	926	1711
Депозитлари, млн.сўм	780	2461	4733
Кредит иттифоқлари сони	15	20	25
Кредит иттифоқлари аъзолари, киши	6990	13983	32728
Шу жумладан, жисмоний шахслар	6841	13627	М.й
Соф фойда, млн.сўм	56.6	161	М.й

**Жадвал 22. Ўзбекистонда Давлат инвестиция дастури параметрлари**

Манбалар	2004		2005		2006	
	млрд.с	%	млрд.с	%	млрд.с	%
1. Капитал қўйилмалар	2669.2	100	2873.6	100	3533.1	100
2. Марказлашмаган инвестициялар, шу жумладан:	1669.9	62.5	2011.1	69.9	2467.9	69.8
Корхоналар маблағлари	915.0	34.2	1070.0	37.2	1340.0	37.9
Тижорат банклари кредитлари ва бошқа қарзлар	120.0	4.0	60.0	2.0	74.0	2.0
Бевосита хорижий инвестициялар ва кредитлар	384.9	14.4	564.1	19.6	664.4	18.8
Аҳоли маблағлари	250.0	9.0	317.1	11.0	387.5	10.9
3. Марказлашган инвестициялар, шу жумладан:	999.2	37.5	862.5	30.1	1065.2	30.2
Бюджет маблағлари	300.0	11.2	345.0	12.0	395.0	11.1
Бюджетдан ташқари жамғармалар маблағлари	35.0	1.0	134.3	4.6	229.5	6.4

Айтиш жоизки, Ўзбекистон банк тизими куйидаги босқичларни бошидан кечирган.

Биринчи босқич. 1991-1993 йиллар: икки поғонали банк тизими шакллантирилди.

Иккинчи босқич. 1994-1997 йиллар: тармоқ банклари тузилди.

Учинчи босқич. 1998-2000 йиллар: хусусий банклар тузилди ва корпоратив бошқарув механизми шакллантирилди.

Тўртинчи босқич. 2001 ва ҳозирги даврда (2007 йил): банк тизимидаги ислохотлар чуқурлаштирилди.

#### **Илова 4. Индикаторлар гуруҳлари**

**1. Макромолиявий индикаторлар.** Ушбу гуруҳга молия соҳасининг рақобатбошлилигини ифодаловчи индикаторлар киради. Яъни уларнинг ёрдамида давлат молияси ва иқтисодиётни реал секторининг молия бозо-ридаги ҳолати ифодаланади. Чунки уларнинг иккаласи ҳам молия бозорининг катнашчилари ҳисобланади. Бу гуруҳ индикаторларини тўртта кичик гуруҳга ажратиш мумкин:

**А. Давлат бюджети барқарорлигини ифодаловчи индикаторлар.**

1. Бюджет дефицитини ЯИМга нисбати 3 фоиздан ошмаслиги лозим.

2. Давлат қарзини ЯИМга нисбати 60 фоиздан ошмаслики керак. Ички ва ташқи қарзлар даражалари ЯИМнинг 30 фоизидан ошмаслиги лозим.

3. Давлат қарзини бошқариш харажатларининг улушини ва давлат бюджети харажатларининг умумий ҳажмига нисбати 20 фоиздан ошмаслиги лозим.

**В. Корхона ва ташкилотларнинг қарз юки даражасини ифодаловчи индикаторлар.**

4. Номолиявий корхоналар қарзини тушумга нисбати 30 фоиздан ошмаслиги лозим, акс ҳолда уларнинг молиявий барқарорлиги учун ҳавф туғилади. Ушбу индикатор ва унинг критик қийматлари компания молиявий фаолиятини IAS (GAAP) стандарлари асосида таҳлил қилишда қўлланила-диган кўрсаткичларни синтез қилиш негизида шаклланади: компания қарзини хусусий капиталига нисбати (агар бу нисбат 1 дан катта бўлса, унда компаниянинг ҳолати рискли деб баҳоланади), хусусий капитал айланмаси коэффициенти (бу кўрсаткич хусусий капитални тушумга нисбати билан ўлчанади, агар унинг нисбати 0,2 дан кам бўлса (бунда компания қарз-ларининг бир қисмини, одатда учдан бир қисмини, реструктуризация қилиш, конвертациялаш ва қайта кредитлаш мумкинлигини инобатга олсак), компания молиясини бошқариш сифати қониқарсиз деб баҳоланади).

5. Номолиявий корхоналарнинг қисқа ва узоқ муддатли қарзлари нисбати тахминан 70:30 бўлиши керак. Ушбу индикатор номолиявий секторда риск даражасини қарз юкига боғлиқликда ифодалайди.

6. Банк сектори ташқи қарзини унинг жами активлари суммасига нисбати 30 фоиздан ошмаслиги лозим. Ушбу индикатор мазмунан 4-чи индикаторга ўхшаш, капиталнинг етарлилигини (12 фоиздан кам бўлмаган миқдорда) ифодаловчи 20-чи индикатор ҳамда Н11.1 норматив (меъёр) билан боғлиқ (бу норматив хусусий капитал бўйича (400 фоиздан кўп бўлмаган даражада) хорижий банклар ва молиявий ташкилотлар олдидаги мажбурият-ларнинг максимал миқдорини чегаралайди). Ушбу индикаторнинг критик қиймати банк сектори риски миқдорини ҳисобга олган ҳолда иккала кўрсаткични синтез қилиш асосида шаклланади.

7. Банкларнинг қисқа ва узоқ муддатли қарзлари нисбати тахминан 70:30 бўлиши керак. Ушбу индикатор 5-чи индикаторга ўхшаш.

**С. Олтин-валюта заҳираларининг етарлилиги даражаси.**

8. Пул базасини олтин-валюта заҳира билан таъминланганлиги даражаси пул базасининг (тор маънода белгиланишида) 70 фоиздан кам бўлмаслиги лозим. Амалиёт шуни кўрсатадики, стерилизация сиёсати метод-лари эмиссион молиялаштиришнинг инфляцион эффектини нейтраллаш-тириш имконини (20-30 фоиздан кам бўлмаган даражада) беради.

9. Олтин-валюта заҳираларининг етарлилигини кўрсатувчи индикатор. Олтин-валюта заҳираларининг абсолют ўсиши пул базасини ўсишидан катта бўлиши керак, акс ҳолда инфляцион жараёнларнинг жадаллашуви вужудга келади (мамлакат бюджети ва иқтисодиётини кўшимча пул эмиссияси эвазига молиялаштириш ҳисобига).

10. Олтин-валюта заҳираларининг минимал (критик) даражаси индикатори. Бу даража куйидагилар суммасидан кам бўлмаслиги лозим: бир чоракдаги импортнинг қиймат ҳажми суммаси ҳамда давлат, банк ва корпо-ратив секторларнинг қисқа муддатли қарзларини қоплаш учун зарур бўлган маблағ ва улар бўйича фоиз тўловлар.

***D. Иқтисодиёт фаолиятининг макромолиявий шароитлари индикаторлари.***

11. Иқтисодиётнинг монетизациялашуви даражаси (яъни  $M_2$  пул агрега-тининг ЯИМга нисбати) 20-30 фоиздан кам бўлмаслиги зарур. Агар унинг даражаси 15 фоиздан кам бўлса, иқтисодиётнинг бартерлашуви, солиқ тушумларини камайиши, инфляцияни кескин ўсиши ва шу каби бошқа салбий ҳолатлар келиб чиқиши мумкин.

12. Иқтисодиётда пул бўйича талаб ва таклифнинг ҳажми ва струк-турасини ўзгариши индикатори. Пул массасининг ( $M_2$ ) ўсиши инфляция даражаси ва плюс ЯИМни фоизда ўсишининг юқори даражасидан ортмаслиги лозим. Пул массасининг чегаравий (критик) қийматидан ортиши кредит экспансиясини белгиси ҳисобланади.

13. Кредит ресурслари ва депозитлар бўйича реал фоиз ставкасининг ўзгаришини критик даражаси. Реал фоиз ставкасининг у ёки бу томонга қараб ўзариши 50 фоиздан ошмаслиги лозим, чунки бу кўрсаткич мамлакат-нинг молиявий ва иқтисодий тизими учун ўта муҳим ва таъсир этувчи инструмент ҳисобланади. Яъни уни кўрсатилган миқдоридан сезиларли оғиши инвестицион жараёнга, банк тизими фаолиятига, молия бозорларига салбий таъсир кўрсатиши мумкин, чунки иқтисодиёт субъектларининг ҳатти-ҳаракатларида кескин ўзгаришлар вужудга келади, натижада иқтисодиётда пулга бўлган талаб ва таклиф кардинал тарзда ўзгаради.

14. Рентабеллик кўрсаткичи асосида куйидаги индикаторлар ҳисобланиши мумкин:

- иқтисодиёт рентабеллиги. Пул бозоридаги ҳолат қониқарли бўлиши мумкин, агарда рентабеллик миқдори инфляция даражасидан ортиқ бўлса;

- иқтисодиётнинг асосий тармоқлари рентабеллиги инфляция даражасидан юқори бўлса (3-5 фоизга баланд бўлса, яхши ҳолат деб баҳоланади);

- рентабеллик ва фоиз ставкаси даражаси нисбати. Иқтисодиётнинг рентабеллиги кредитлар бўйича ставкалардан даражасидан юқори бўлиши керак. Бунда кредитлар ставкаси депозитлар бўйича ставкалардан ортиқ бўлиши лозим. Пул қўйимлари ва депозитлар бўйича реал даромадни таъминлаш учун депозит ставкалари инфляция даражасидан баланд бўлиши талаб қилинади.

***2. Иқтисодиётдаги жамғармалар ва инвестициялар нисбатини ифодаловчи индикаторлар.*** Ушбу гуруҳ индикаторлари молия тизимининг (бозорининг) муҳим функцияси (инвестицияларни жамғармаларга тарнсфор-мациялаш) билан боғлиқ бўлиб, иқтисодиётнинг ривожланиши имконият-ларини, унинг инвестицион потенциалини, иқтисодиёт субъектларининг (жумладан уй хўжалиқларини) тўлов қобилиятини ифодалайдилар.

15. Асосий капиталга инвестицияларни ЯИМга нисбати 25 фоиздан кам бўлмаслиги лозим.

16. Иқтисодиётда инвестициялар ва жамғармалар нисбати. Иқтисодий мувозанат ҳолатида жамғармалар инвестицияларга тенг бўлади, иқтисо-диётни ривожланишининг актив фазасида эса

инвестициялар жамғармалар-дан ошади. Иқтисодиётдаги жамғармалар, кам деганда, икки усул ёрдамида ҳисобланади: 1) Миллий ҳисоблар тизими методологиясига мос равишда ва тўлов балансининг асосий тенгламаларини қўллаган ҳолда; 2) асосий субъектларнинг (аҳоли, фирмалар, банклар ва молиявий ташкилотлар) иқтисодий фаолияти жамғармалари сифатида. Иқтисодиётда жамғармалар жадвал кўринишида тизимлаштирилиши ва динамикада тадқиқ қилиниши керак.

17. Миллий ва ҳорижий валюталардаги жамғармалар тузилмаси (структураси). Ҳозирги шароитларда миллий валютадаги ва ҳорижий валюта-лардаги жамғармаларнинг бир бирига нисбати 70:30 бўлиши лозим. Агар бу нисбат бузилса, унда иқтисодиётни “долларлашиши” ҳолатини тушуниш мумкин. Жамғарманинг бундай структураси ўзида кредит тизими учун сезиларли валюта рискларни мужассамлаштиради, чунки иқтисодиётнинг миллий валютадаги кредит ва инвестицияларга бўлган талаби кўп жиҳатдан ҳорижий фондлаштириш ҳисобига қондирилади.

18. Капитал қўйилмалар учун жамғармаларни тўлиқ ишлатилмаган-лигининг критик даражаси жамғармалар ҳажми инвестициялардан 30 фоизга ортиқ бўлса вужудга келади. Ушбу индикатор Парето нисбатидан келтириб чиқарилади. Бунда, одатда, 10 фоизга яқин жамғармалар ўзига молия бозорларини жалб қилиши ҳисобга олинади. Ушбу индикаторга риоя қилмаслик иқтисодиётда нормал инвестицион жараённинг кечиши бузилганлигидан далолат беради.

19. Мамлакатдан капитални “нолегал” чиқиб кетиши даражаси. Унинг бу даражаси “Жорий операциялар” счегининг (ҳисобининг) ярмисидан ошмаслиги лозим.

**3. Банк тизими фаолияти индикаторлари.** Ушбу индикаторлар банк тизимининг иқтисодиётда ва молия тизимида фаолияти кўрсаткичларини ифодалайди.

20. Банклар капиталининг етарлилиги меъёри (нормативи). Ушбу индикатор банкларнинг хусусий капиталини уларнинг активларига (оғирлиги тенглаштирилган рискларни ҳисобга олинган ҳолда) бўлган нисбати билан ҳисобланади. Индикаторнинг миқдори Базел келишувларига мувофиқ (*Basel II*) 12 фоиздан кам бўлмаслиги лозим.

21. Банк тизимининг умумий (жами) активларини ЯИМга нисбати. Идеал ҳолатда ушбу индикатор позитив иқтисодий динамикали ривожлана-ётган мамлакатлар учун 80-100 фоизни ташкил этиши лозим.

22. Маблағлар (кредит ва депозитлар) жалб қилиниши ва жойлашти-рилишининг ўртача муддатлари. Нормал ривожланаётга иқтисодиётларда бу муддатлар бир бирига мос бўлади. Акс ҳолда қуйидаги икки ҳолатдан бирини кузатиш мумкин: 1) 20-30 фоиз капиталдан ортиқ маблағларни жалб қилиш ва жойлаштириш унинг руҳсат этилган йўқотилиши даражасидан ошиб кетиши мумкин; 2) банк секторининг соф ҳорижий мажбуриятлари даража-сини шундай даражага етадики, қачонки миллий валюта курсини кутилма-гандаги ўзгариши банк секторининг капитализация даражасига ҳавф туғдира бошлайди. Банкларнинг ўз мажбуриятларини 20 фоизи даражасида тўлов қобилиятига эга бўла олмаслиги, уларни ўз капиталини йўқотишини англатади.

23. Кредит ва депозитларнинг вақт муддати структураси қуйидагича бўлиши лозим: муддати бир йилгача бўлган кредит ва депозитлар улуши 30 фоиздан кам; муддати бир йилдан ортиқ кредит ва депозитлар улуши эса 70 фоиздан юқори. Қисқа муддатли пулларга эга бўлган мамлакат банк тизими ўзининг асосий функциясини (яъни жамғармаларни консолидация қилиш ва уларни инвестицияларга трансформациялаш, инвестицион ва иқтисодий ўсишга кўмаклашиш) нормал бажара олмайди.

24. Банкларнинг ҳорижий активлар билан боғлиқ позициясини банк тизимининг умумий хусусий капиталига (абсолют миқдори бўйича) нисбати 20 фоиздан ортиқ бўлмаслиги лозим. Акс ҳолда, валюта курсини кескин ўзгаришида банк тизми учун қайтмас оқибатларга олиб келиши мумкин, айниқса агар ҳорижий пасивлар (мамлакат иқтисодиётига кредит ва инвестициялар,

миллий банклар томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар ва бошқа молиявий инструментлар) ҳорижий активлардан (чет элга чиқарилган инвестициялар, ҳорижий шерикларга берилган ссуда ва қарзлар, чет эл корхоналарининг қимматли қоғозлари) анча кўп бўлса.

25. ЯИМдаги банк активлари улуши динамикасини иқтисодиётнинг монетизация даражасига нисбати. Бу нисбат тахминан 100 фоизни ташкил этиши лозим. Ушбу шартни бузилиши куйидагилардан далолат бериши мумкин: банк секторининг капитализация даражаси ва барқарорлиги пасаяди, унинг иқтисодиётдаги пул ресурсларини ўстириши ва жамлаши имкониятлари камаяди, яъни банк тизимининг кредит имкониятлари камаяди ёки банк тизимини ҳорижий инвестицияларга боғлиқлиги ортади.

26. Банклар активларида кредит портфелининг улуши 45 фоиздан ортиқ бўлиши лозим, чунки бундан кам бўлса, банкларнинг фаолияти чет эл операцияларига ёки фонд инструментлари билан боғлиқ спекулятив операцияларга томон оғади.

27. Банкларнинг хусусий капитали рентабеллиги – *ROE* коэффиценти (яъни, банкларнинг соф фойдасини хусусий капиталига нисбати). Ривожланаётган мамлакатларда бу кўрсаткич 15 фоиздан кам бўлмаслиги лозим. Бу индикатор банк сектори капиталининг BIS (*Basel Institute of Settlements*) бўйича етарлилиги кўрсаткичи билан бирга кўрилади. Ушбу кўрсаткичлар асосида банк тизимининг даромадлилик тенденцияси ва барқарорлиги ҳамда TOP-25 вакиллари бўлган алоҳида банклар таҳлил қилинади.

28. Банклар активлари рентабеллиги – *ROA* коэффиценти (банкларнинг соф фойдасини активларига нисбати). Ривожланаётган мамлакатларда бу кўрсаткич 1-2 фоиздан кам бўлмаслиги лозим. *ROA* коэффицентининг паст даражаси “The Banker” рэнкингидаги банкларнинг TOP-100 ўртача кўрсаткичига мос келади ва банк сектори учун капиталнинг оптимал ричагини белгилайди.

29. Банкларнинг кредит портфелидаги “ёмон” кредитлар улуши. Ушбу мезоннинг 10 фоизли миқдори ривожланаётган мамлакатлар учун куйидаги-ларни англатади: иқтисодиётнинг негатив ривожланиши сценарийсида банк-лар капиталининг тахминан учдан бири зарарга ёзилиши мумкин, бу ҳолда тизимли банк инқирозининг ривожланиши эҳтимоли жуда юқори бўлади.

30. Банк тизимининг концентрацияси даражаси. Ушбу индикаторнинг нормал даражасини аниқлашда 80:20 нисбатда Парето принципи (тамойили) қўлланилади, яъни 20 фоиз банкларга 80 фоиз банк тизими активлари (ёки капитали) тўғри келади. Агар шу нисбатга ёки унга яқин миқдорга риоя қилинса, банк секторининг концентрация даражаси умуман олганда нормал ҳисобланади. Бу нисбатдан оғиш мамлакатда капитални ва ёки активларни тақсимланиши тизими нооптимал шаклланганидан далолат беради.

31. Банкларнинг банклараро кредитлашга боғлиқлиги, банклараро кредитларни банклар пасивларига нисбати 20-25 фоиздан ошмаслиги лозим. Ушбу индикаторга риоя қилмаслик, банкларнинг кўп қисми ўз функциясини бажармаслигини англатади. Бундан ташқари, қисқа муддатли банклараро бозор ҳисобига кредитлашни молиялаштириш қўшимча рискларни ўзида мужассамлаштиради, яъни банклараро кредитлар бозорининг локал инқирози (кризиси) банк тизимининг умумий кризисини “домино” принципи бўйича келтириб чиқариши мумкин.

**4. Нарх-наво индикаторлари.** Нархлар даражасини аниқлаш молия тизимининг (бозорининг) алоҳида синтетик функцияси бўлганлиги сабали уларни алоҳида гуруҳ сифатида ажратилиб чиқарилган. Нархлар динамика-сини таҳлил қилиш энг мураккаб муаммолардан ҳисобланади, чунки уларни шаклланиши асосида кўпдан кўп турли омиллар ва жараёнлар ётади. Ушбу гуруҳга куйидаги индикаторлар киради:

30. Йиллик инфляция даражаси 25 фоиздан ошмаслиги лозим. Ривожланган мамлакатларда инфляция даражаси 2-5 фоизни ташкил қилади.

31. Турли товарлар ва хизматлар гуруҳларининг нарҳи динамикаси. Ривожланаётган мамлакатларда асосий товарларнинг нарҳлари (энергия нарҳи, транспорт тарифлари ва ҳ.к.) ривожланган мамлакатлардаги шу каби товарлар нарҳидан 30-40 фоиз пастроқ бўлиши мақсадга мувофиқ (*Eurostat* томонидан мунтазам ҳисобланадиган паритет курси бўйича).

##### **5. Молия бозорини ифодаловчи индикаторлар.**

Молия бозорининг финансометрик (секьюриметрик) параметрлари (индикаторлари) ва уларнинг чегаравий миқдорлари<sup>77</sup>, молия тизими ва иқтисодиётнинг индикаторлари билан узвий боғлиқ бўлиб<sup>78</sup>, уларни шартли равишда қуйидаги поғоналарда кўриш мумкин<sup>79</sup>:

- жаҳон (глобал) молия бозорлари муҳитини метадаражада ифодаловчи финансометрик индикаторлар. Бу индикаторлар ёрдамида жаҳон молия бозорлари ва миллий иқтисодиётларнинг бир-бирлари билан ўзаро глобал боғлиқликдаги тенденциялари ва муаммолари ифодаланади;

- миллий молия бозори муҳитини макродаражада ифодаловчи финансометрик индикаторлар. Бу индикаторлар ёрдамида молия бозори ва иқтисодиётнинг ўзаро адекватлилик, эквивалентлилик даражаси (квазианалогиялар принципи асосида молия бозорининг иқтисодиётни “эгиз-аналог” сифатида) ифодаланади;

- молия бозори қатнашчиларини микродаражада ифодаловчи финансо-метрик индикаторлар. Бу индикаторлар ёрдамида молиявий инструментлар ва уларни муомалага чиқарувчисининг ўзаро адекватлилик, эквивалентлилик даражаси (квазианалогиялар принципи асосида молиявий инструментларнинг ўз базиси билан “эгиз-аналог” сифатида) ифодаланади.

32. Қимматли қоғозлар бозори капитализациясининг ўсиши темпини ЯИМ ўсиши темпига нисбати. Унинг миқдори ўрта ва узоқ муддатларда 1,1-1,2 миқдор даражасидан ошмаслиги лозим. Агар бу индикаторнинг чегаравий (критик) миқдорларидан кескин силжишлар кузатилса, унда бундай оғишларни келтириб чиқарувчи омилларни секьюриметрик таҳлил қилиш керак бўлади. Айтиш жоизки, бу индикаторнинг меъёридан ҳаддан ташқари юқори миқдори ва унинг пасайиши иқтисодиёт ва молия бозори учун ҳавfli ҳисобланади. Яъни қимматли қоғозлар бозори ва иқтисодиётнинг ўзаро эквивалентлилик даражаси бузилади.

33. Давлатнинг қимматли қоғозлари даромадлилигини ЯИМ ўсиши темпига нисбати 1 (бирдан) кичик бўлиши лозим. Акс ҳолда, давлат бюджетининг қарз юкини ошишига, давлат қарзининг “пирамидасига” (натижада эса дефолтга) олиб келиши мумкин.

34. Молиявий инструментларга (жумладан қимматли қоғозларга) қилинган жорижий инвестициялар портфеллари улушини мамлакатдаги умумий хорижий инвестицияларга нисбати 25

<sup>77</sup> Параметрларнинг чегаравий миқдорлари жаҳон молия бозори тенденциялари ва муаллифнинг тадқиқотлари асосида аниқланган ҳамда қуйидаги ишларда келтирилган: Шоҳаъзамий Ш.Ш. Секьюриметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Проблемы и перспективы стратегического развития рынка ценных бумаг Узбекистана в условиях ЕврАзЭС.-М.: МГУ, Тезисы и доклады Международной научно-практической конференции «Социально-экономические закономерности развития мирохозяйственных связей в условиях усиления интеграционных процессов». 16-17 ноября 2006.-с.146-147; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Фондовый рынок в условиях либерализации внешнеэкономической деятельности.//Т.: Рынок, деньги и кредит, №7 (110), 2006.-с.25-28; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Об одном подходе к концептуально-системному исследованию и развитию рынка ценных бумаг в Узбекистане.//С.Пб.: Современные аспекты экономики, №8(101), 2006.-с.207-211; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга I.-Т.: Иқтисод-молия, 2005.-с.121-131; Шоҳаъзамий Ш.Ш. Анализ рынка ценных бумаг Узбекистана.// Т.: Рынок, деньги и кредит, №3, 2007.-с.25-29.

Мальцева И.Г. Система индикаторов финансовой безопасности и конкурентоспособность финансовой сферы экономики России.//М.: Вопросы статистики, №5, 2006.-с.14-18.

<sup>78</sup> Молия бозори индикаторларининг бундай боғлиқлиги унинг иқтисодиёт билан эквивалентлиги, «эгиз-аналог» бўлганлиги (яъни иқтисодиётнинг «барометри») ва унга таъсир кўрсатиши билан белгиланади.

<sup>79</sup> Ушбу индикаторлар муаллиф иштирокида Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришнинг давлат стратегияси лойиҳасида қўлланилган бўлиб, 2006-2007 йиллар учун тасдиқланган маҳсус дастурда ифодасини топган Ўзбекистон Республикаси Президенти Қарори 27.09.2006 й., №ПП-475 «Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида».



фоиздан юқори бўлмаслиги керак. Акс ҳолда, инвесторлар мамлакат иқтисодиётини етарлича барқарор эмас деб баҳолайдилар ва капиталларини узоқ муддатли инвестицияларга йўналтириш ўрнига спекулятив операцияларга йўналтирадilar.

35. Бозорни ҳўжалик оборотида бўлган қимматли қоғозлар билан тўйинганлиги. Бу индикатор қимматли қоғозлар бозорининг капитализация даражаси билан аниқланади. Унинг бу даражаси икки усул ёрдамида ҳисобланиши мумкин: 1) бозор муомалада бўлган қимматли қоғозлар (акциялар ва бошқа эмиссияланувчи турлари) ҳажмини эмитентлар сонига нисбати; 2) биржада тузилган ва амалга оширилган шартномалар (битишув-лар) асосида вужудга келган акцияларнинг реал оборотини биржа савдоси котировкасида бўлган қатнашчилари (эмитентлари) сонига нисбати. Ушбу индикатор ёрдамида қимматли қоғозлар бозорини иқтисодиётдаги роли ва функцияларини баҳолаш, умуман олганда уни бошқа мамлакатлар бозорларига нисбатан ривожланганлиги даражасини аниқлаш мумкин.

36. Йил ёки маълум даврлар натижаси бўйича молиявий инструментлар (жумладан қимматли қоғозлар) савдоси ҳажми олдинги йилларга (даврларга) нисбатан ижобий ўсиш тенденциясига эга бўлиши лозим. Эмиссияланувчи қимматли қоғозлар ҳажми бўйича ўсиш тенденцияси ЯИМ ўсишига мутаносиб бўлиши керак.

37. Молия бозорида инвестиция рисклари даражаси. Идеал ҳолда унинг даражаси молия бозоридаги валюта ёки кредит рискларидан паст бўлмаслиги лозим, яъни унинг даражаси кўрсатилган рискларнинг 20 фоизи даражасидан ошмаслиги керак. Реал ҳолатда эса бу даража тизмли, тармоқлар, эмитентлар ва инвесторлар рискларидан ташкил топади.

38. Деривативлар (опцион, фьючерс, своп, форвард ва ҳ.к. қимматли қоғозлар) бозори ҳажмини базавий қимматли қоғозлар ҳажмига нисбати. Бу индикаторнинг критик миқдори Парето принципи асосида аниқланади, яъни деривативлар бозори ҳажми ва базавий қоғозлар ҳажми ўзаро мутаносиб-ликда тахминан 80:20 нисбатда бўлиши лозим.

39. Молия бозорининг операцион тузилмаси таркибига кирувчи малакавий (профессионал) институтлар сони ва ҳажми динамикаси. Бу индикаторнинг динамикаси бозор ҳажмига мутаносиб ўсиш тенденциясига эга бўлиши лозим.

40. Фонд бозори индексини критик ўзгариши. Унинг бир савдо сессиясидаги чегаравий миқдори пасайиши/ўсиши 5 фоиздан ортганлиги ҳолатлари ҳисобланади. Агар бу миқдор ундан ҳам ошиб кетса, ташкил-лашган бозор учун нохуш ҳисобланган волатилликка олиб келади.

41. Миллий валютада доллар курсини ўсиши темпи (суръати) ва фонд бозори индексларининг ўсиши темпи нисбати. Ўрта муддатда фонд бозори индексининг ўсиш суръати валюта курсини ўсиши темпидан юқори бўлиши лозим. Акс ҳолда инвесторлар томонидан мамлакатда иқтисодий конъюнк-тура ёки унинг алоҳида тармоқлари салбий баҳолашини кўрсатади. Ушбу индикатор ёрдамида қулай иқтисодий конъюнктура ва иқтисодий ўсиш шароитларида компанияларнинг ЭКВ ҳисобида ифодаланган бозор қиймати (бизнеси) ортишини кўриш мумкин.

42. Қимматли қоғозлар бозорининг волатиллиги (фоизларда ифода-ланган ойлик фонд индекслари миқдорининг стандарт оғиши) чегаравий меъёрнинг 5 фоиздан ортмаслиги лозим (40-чи индикаторга қаралсин). Акс ҳолда бозорнинг барқаорлиги бузилади.

43. Молия бозорининг финансометрик (қимматли қоғозлар бозорининг секьюриметрик) сифат даражаси. Бу индикатор ёрдамида иқтисодиёт ва молия бозорининг ўзаро эквивалентлиги

даражаси мувозанатлашувчи квазианалог моделлар асосида моделлаштирилиб аниқланиши мумкин<sup>80</sup>.

44. Молия бозорининг турли (ташқи, макро- ва микродаражадаги) омиллар ва рисклар таъсири шароитларида эгилувчан мослашиши даражаси. Бу индикатор комплекс кўрсаткич бўлиб, молия бозорининг рақобатбардошлилик, молиявий хавфсизлик ва барқарорлилик кўрсаткичлари чегаравий (ҳеч бўмаса қониқарли) қийматларини сақлаб қолган ҳолда бундай шароитларга эгилувчан мослашиши ҳоссабини ифодалайди. Индикатор куйидаги умумий кўринишдаги макромолиявий мезон (вектор кўринишдаги критерий) асосида баҳоланади:  $\Xi = I_T - I_P$ , бунда:  $\Xi$  – эгилувчан мослашувчилик даражаси;  $I_T$  – молия бозорининг барча индикаторларини талаб қилинган (маълум бир жорий ёки келгуси даврда эталон сифатида қабул қилиниши мумкин бўлган потенциал) миқдорлари;  $I_P$  – молия бозорининг барча индикаторларини реал шаклланган (мавжуд) миқдорлари. Ушбу индикаторнинг қиймати минимум бўлса, эгилувчан мослашувчилик даражаси максимум ҳисобланади. Умуман олганда, бу индикатор молия бозорининг иқтисодиётга ва ташқи ҳодисаларга (глобал жараёнларга) эквивалентлигини баҳолайди.

45.  $P/E$  кўрсаткичи динамикаси – «фойдага нисбатан баробар кўпай-ган» (молиявий қўйилмаларнинг йиллар давомида қопланиши). Бу кўрсаткич бозор томонидан компаниянинг у ёки бу қимматли қоғозини қай даражада баҳолашини ифодалайди. Умуман иқтисодиётнинг идеал ҳолатида унинг даражаси 5-6 йил оралиғида бўлиши керак, чунки айнан шу оралиқ асосий капиталга қўйилган инвестициялар қопланилишининг нормал муддатига мос келади. Ушбу кўрсаткич икки усул ёрдамида ҳисобланиши мумкин:

1)  $P/E = \text{Оддий акцияларнинг бозор курси} / \text{Бир дона акция бўйича даромад (EPS)}$ ;

2)  $P/E = \text{Капитализация} / \text{EBITDA}$  (фоизлар, дивидендлар ва солиқлар тўланилишидан олдинги фойда).

46. Муомалага чиқарувчининг қимматли қоғозларини секьюриметрик сифати даражаси. Ушбу индикатор ёрдамида муомаладаги қимматли қоғоз ва унинг базиси орасидаги ўзаро эквивалентлилик даражаси аниқланилиши (баҳолалиниши) мумкин<sup>81</sup>. Унинг асосида қимматли қоғозларни базисига нисбатан ортиқча ёки кам қийматда баҳоланганлиги даражасини аниқлаш мумкин.

47. Молиявий инструментларни (жумладан қимматли қоғозларни) чиқарувчиларнинг молиявий ҳолатини ифодаловчи барчага очиқ маълум қилинадиган миқдорий параметрлар (коэффициентлар), уларнинг сони қирқдан зиёд. Бу фундаментал кўрсаткичлар молия аналитиклари томонидан мунтазам баҳоланиб борилади.

48. Корпоратив бошқарувнинг (компаниянинг корпоратив сиёсати) миқдорий рейтинг даражаси. Бу индикатор махсус рейтинг агентликлари томонидан мунтазам равишда белгиланиб борилади.

49. Молия институтларининг бозор фаоллиги рейтинги даражаси. Бу кўрсаткич бозор ва молия аналитиклари томонидан мунтазам баҳоланиб борилади. Масалан, бу кўрсаткич молия бозори оборотининг ҳажмини молия институтлари ўртасида ўртача тақсимланиши даражаси ёки ҳар бир молия институтининг бозор обороти ҳажмидаги улуши сифатида ифодаланиши мумкин.

50. Молиявий инструментларни чиқарилиши сони, ҳажми ва жойлаш-тирилиши динамикаси. Муомалага чиқарилган қимматли қоғозлар ҳажми соф фойдани капитализация суммасидан кам бўлмаслиги лозим. Ривожлан-ган мамлакатларда қимматли қоғозларнинг бирламчи бозорда жойлаштири-лиши ҳажмлари бозорнинг умумий ҳажмини 5-15 фоизини ташкил этади.

<sup>80</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-cc.55-64, 314-318.

<sup>81</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-cc.297-318.

51. Фонд бозорида ликвид муомалада бўлган қимматли қоғозлар улуши. Бу кўрсаткич фонд бозорида ликвид айланаётган қимматли қоғозларнинг давлат ягона реестрида ҳисоби юритилаётган қимматли қоғозларнинг умумий ҳажмидаги улушини билдиради. Ушбу кўрсаткич ёрдамида мамлакатда чиқарилган ва ликвид (актив) муомалада бўлган қимматли қоғозларнинг улушини билиш мумкин.

## **Илова 5. Қимматли қоғозлар бозорлари индекслари**

### ***Фонд индексларининг турлари ва географияси***

#### ***АҚШ фонд бозорининг индекслари***

##### ***Dow Jones Indexes***

1884 йил 3 июл куни илк бор Чарльз Доу томонидан “*Wall Street Journal*” журналида биржа индекси сифатида таклиф этилган бўлиб, *Dow Jones Railroad Average* деб аталган ва ҳисоблашда ўз ичига 9 темир йўл ва 2 саноат компаниялари акцияларини олган. Уни ҳисоблаш методикаси жуда содда, яъни 11 компания акциялари нарҳининг ўртача арифметик қиймати ҳисобланган. Бунда биринчи савдо кунининг ёпилиши пайтидаги индекс кўрсаткичи 69,93 пунктни ташкил этган бўлиб, ўша куни унга кирган акцияларнинг жами суммаси 769,23 пунктни ташкил қилган.

1896 йил 26 май кунидан бошлаб, бу индекснинг “ўртача саноат” индекси, яъни *Dow Jones Industrial Average (DJIA, DJA)* деб номланган яна бир тури киритилган. Бу индекс ҳам аввалгисига ўхшаш ҳисобланиб топилган бўлиб, ўз ичига саноат компаниялари акцияларини олган.

1928 йилда индексни ҳисоблаш методикасига ўзгартиришлар киритилди, яъни маҳсус кўпайтма (жорий вақтдаги бўлувчи – *current divisor*) киритилди. Бу ўзгартириш янги акциялар эмиссияси, акцияларни майдалаш ёки йириклаштириш (консолидациялаштириш), дивидендлар тўлаш, компа-ниялар рўйхатини (листингини) ўзгартирилиши ва шу каби ҳ.к. жараёнлар туфайли юзага келган индекс ишорасининг ўзгаришини олдини олиш учун юзага келди.

1929 йилдан бошлаб муомалага 20 коммунал хизмат компаниялари акциялари киритилганидан кейин, *Dow Jones Utility Average* индекси киритилди. Кейинчалик бу компанияларнинг сони 15-тага қисқартирилган. Ундан кейин бу индекс ўзгармай турган.

1970 йилда энг биринчи индекс бўлган *Dow Jones Railroad Average* индекси номи “транспорт”, яъни *Dow Jones 20 Transportations Average*, индекси деб номлана бошлаган. Бунга сабаб, листинга темир йўл, юк ташувчи ва авиакомпаниялар киритилган.

Ҳозирда ҳар бир уч индекснинг шоҳ супасида *Dow Jones Composite Average* индекси туради. Унга *Dow Jones* индекси оиласининг бошқа индексларига кирувчи ва Нью Йорк фонд биржасида савдо қилинувчи аввал 65 йирик компания акциялари кирган. Нью Йорк фонд биржасининг умумлаштирилган (йиғма) индекси – *NYSE Composite* биржанинг асосий индекси бўлиб хизмат қилади. Бу индекс биржа листингидан ўтказилган 2300 компания акцияларини нарҳи бўйича ўлчайди. *NYSE Composite* индекси моҳиятан биржадаги акцияларнинг ўртача қийматини ифодалаб келади ва Доу Джонс индекси оиласидаги индекслардан фаркли равишда пунктда эмас, балки долларда ўлчайди. *NYSE Composite* индекси бўйича фьючерслар биржанинг ўзида савдо қилинади, фьючерс шартномалари биржанинг опционлар бўлинмаси бўлган фьючерслар биржасида сотилади.

1988 йилдан бери Доу Джонс индексини 700 компания акциялар бўйича Нью Йорк фонд биржасида ҳисобланиб келинмоқда. Шу билан бирга транспорт ва коммунал хизмат компаниялари акциялари ҳамда 40 компания облигациялари бўйича ҳам индекслар ҳисобланмоқда.

Бироқ узоқ вақт давомида биржа листингига кирган акциялар бир неча марта ўзгарганига қарамадан, индексларнинг ҳисоблаш методологияси деярли ўзгармаган. Индекснинг таркиби унга кирган акцияларнинг барқарор-лиги ўзгариб турган, масалан, баъзи компанияларнинг акциялари

унга бир кириб бир чикиб турган, *General Electric* компанияси акциялари эса баъзида бутунлай бозорда йўқ бўлиб кетиш ва яна пайдо бўлиши ҳоллари ҳам бўлган. Таъкидлаш жоизки, индексга “янги иқтисодиёт” компаниялари акциялари узоқ муддат давомида киритилмай келган (масалан, *Microsoft* компанияси) ва уларни кейинчалик киритилиши индекснинг аҳамиятига бир мунча қийинчи-ликлар келтириб чиқарган. Лекин, бунга қарамасдан, бундай компаниялар акцияларининг индексга киритилиши унинг аҳамиятини янада оширди ва АҚШ фонд бозоридаги кучларни реал (объектив) тақсимланишига олиб келди.

Ҳозирда *Dow Jones* индексига Чикаго биржасида (*Chicago Mercantile Exchange*) фьючерслар савдолари амалга оширилмоқда. *Dow Jones* индексидан ташқари АҚШ фонд бозорида бошқа индекслар ҳам мавжуд. Улар қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин.

### ***AMEX Indexes***

*American Stock Exchange* – Америка фонд биржаси учта индекс билан ишлайди. Биринчиси, *AMEX Major Market Index* индекси бўлиб, унга 20 йирик саноат компаниялари акциялари киради. Бу биржа листингига кирган компаниялар акциялари Нью Йорк фонд биржасида ҳам сотилади.

Иккинчиси, *AMEX Market Value Index* индекси (1973 йилга киритилган) бўлиб, унга биржа листингидан ўтган 800-дан зиёд турли тармоқларга оид компаниялар акциялари кирган. Биржа муомаласига депозитар гувоҳномалар (тилхатлар) ва обуна сертификатлари ҳам киритилган. Акциялар бўйича дивидендлар тўланиши билан боғлиқ реинвестиция ҳисоб-китобини амалга ошириш биржанинг ўзига ҳос хусусиятидир. Биржада ушбу индекс бўйича опционлар ҳам сотилади.

Учинчиси, *AMEX Composite*, индекси (1995 йилнинг 29 декабр кунидан киритилган) бўлиб, биржада сотиладиган қимматли қоғозларнинг барча турларини умумлаштирилган композит индексидир.

### ***NASDAQ Indexes***

1971 йил 8 феврал куни дунёдаги биринчи қимматли қоғозларнинг электрон савдоси бозори – *National Association of Dealers Automated Quotation (NASDAQ)* ишга тушди. 1994 йилда *NASDAQ* бозорининг ўртача йиллик айланмаси (обороти) ҳажми Нью Йорк фонд биржасиникидан ошиб кетди.

1998 йилда *NASD* ва *AMEX* ўзаро бирлашиб, ягона *NASDAQ AMEX Market Group* ташкил топди. *NASDAQ* индекслари гуруҳига қуйидагилар киради:

1. *NASDAQ Composite* (кўп ҳолларда уни *NASDAQ* деб аташади) умум-лашган (йиғма) индекс (капитализация бўйича муносив вазнлаштирилган) бўлиб, листингдан ўтган 4381 америка ва ҳорижий компаниялар (умумий капитализацияси 6000 млрд. доллар бўлган) акциялари ҳолатини ҳисобга олади. Бу бозорда асосан (кўп жиҳатдан) “янги иқтисодиёт” компаниялари, яъни янги технологиялар ва техника ишлаб чиқарувчи компаниялар қимматли қоғозлари муомалада бўлади. Бунда ҳорижий компанияларнинг салмоғи Нью Йорк фонд биржаси ва Америка фонд биржасидаги компанияларнинг жамидан ҳам кўп.

2. *NASDAQ National Market Composite* индекси – Америка миллий бозори биржа тизими қисмининг листинги бўйича *NASDAQ* бош индекси аналог. Бу индекс ўзида 4013 компания акциялари бўйича қуйидаги индексларни қамраган: саноат индексини (2860 компания акциялари), банк акциялари индексини (224 банк), суғурта компаниялари индексини (106), транспорт компаниялари индекси (65) ва бошқа индексларни.

3. *NASDAQ-100* индекси, унга тармоқлар бўйича гуруҳланган 100 “янги иқтисодиёт” компанияларига оидлари киради. Индексда 1998 йилдан бошлаб ҳар бир компания акцияси бўйича на фақат “капитализация бўйича муносив вазнлаштирилади”, балки оғирлик коэффициентига ҳар чоракда қўшимча тарзда аниқликлаштиришлар киритилади. Бундай ҳолат индекс тенденциясида

кўшимча ноаниқликларни келтириб чиқаради. Лекин методикани ишлаб чиққан мутахассислар бундай ҳолатни фойдили деб фикр билдирганлар.

4. *NASDAQ* индекси тармоқлар бўйича фаркланиб ҳисобланади, буда қуйидаги индексларни мисол қилиб кўрсатиш мумкин: *NASDAQ Financial-100*, *NASDAQ Industrial*, *NASDAQ Transportation*, *NASDAQ Bank*, *NASDAQ Telecommunications*, *NASDAQ Insurance*, *NASDAQ Computer*, *NASDAQ Other Finance*, *NASDAQ Biotechnology*. Бу индекслар Америка иқтисодиёти тармоқларидаги ҳолатни акс эттиради, лекин *Off-shore* фойдаланувчилар учун қизиқиш уўғотмайди. *NASDAQ* индексларига фьючерс ва опционлар Чикаго биржасида (*Chicago Mercantile Exchange*) савдо қилинади.

#### ***Standard & Poor's (S & P) Indexes***

Йирик рейтинг агентликларидан бўлмиш *Standard & Poor's* томонидан ҳисоблаб чиқиладиган индикаторлар дунёдаги энг тарқалган индекслардир. Уларнинг тарихи 1941-1943 йилларга бориб тақалиб, асосийлари қуйидагилар:

1. *Standard & Poor's 500* – 500 йирик (капитализация даражаси юқори бўлган) америка компаниялари бўйича ҳисобланадиган бош индекс бўлиб, унда “капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштириш” технологияси (методикаси) қўлланилади. Ҳозирда бу индекс ўз ичига қуйидаги тармоқлар бўйича компаниялар сонини ўз ичига олади: 400 саноат, 20 транспорт, 40 коммунал хўжалик ва 40 молия компанияларини. Бу индексда Нью Йорк фонд биржаси савдосидаги компанияларнинг 80 фоизидан зиёд акциялари ҳисобга олинади, унга *AMEX* ва биржадан ташқари оборотда (муомалада) бўлган акциялар ҳам киради. Ушбу индекс реал сектор билан боғлиқ бўлган трейдер ва менежерлар ўртасида энг кўп қўлланиладиган индекслардан ҳисобланади.

2. *Standard & Poor's 100* – 100 йирик америка компаниялари (Чикаго товар биржасида улар бўйича опционлар мавжуд бўлганлари) бўйича ҳисобланадиган индекс бўлиб, унда “капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштириш” методикаси қўлланилади. Бу индексга асосан саноат компаниялари акциялари киради.

3. *Standard & Poor's тармоқлар бўйича индекслари* – АҚШ иқтисодиётининг барча тармоқларини ифодаловчи 90-га яқин индекс.

4. *Standard & Poor's* агентлиги томонидан ҳисоблаб топиладиган бошқа кўп сонли индекслар ҳам мавжуд. Географик нуқтаи назардан *Standard & Poor's* индекслари дунёнинг регионларининг кўп қисмини қамрайди. Компанияларни капитализация ҳажми бўйича гуруҳлаштирувчи индекслари ҳам мавжуд. Бундай индекслар қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин: *S&P Europe 350*, *S&P Latin America 40*, *S&P Asia Pacific 100*, *S&P MidCap 400*, *S&P SmallCap 600*, *S&P REIT Composite*, *S&P/BARRA Growth & Value*, *S&P/TOPIX 150*, *S&P/TSE 60*, *S&P/TSE Canadian MidCap*, *S&P/TSE Canadian SmallCap*.

Барча *S&P* индекслари умумий методологияга асосланганлиги учун уларни ўзаро солиштириш осон кечади.

*S&P* индексларига чиқариладиган фьючерс ва опционлар Чикаго товар биржаси (*Chicago Mercantile Exchange*) савдоларига киритилган.

#### ***Russel Indexes***

*Frank Russel Company (Tacoma, WA)* компанияси томонидан чоп этиладиган индекслар капитализация миқдори белгиси бўйича танлаб олинган компаниялар ҳолатини акс эттиради. Компаниянинг индексни ҳисоблашдаги бу янгилиги (янги ёндашуви) иқтисодиётни йирик ва кичик бизнесга алоҳида таъсирини аниқроқ баҳолаш имконини беради.

1. *Russel 1000 Index* Американинг 1000-та капитализация даражаси айниқса юқори бўлган компанияларининг ҳолатини ифодалайди.

2. *Russel 2000 Index* капитализация даражаси кичик бўлган компанияларнинг (*Smallcap companies* – капитализацияси 380 млн. доллардан кам бўлган компаниялар) ҳолатини ифодалайди.

#### ***Wilshire 5000 Indexes***

Фонд бозорининг энг йирик индексларидан бўлиб, ўзида Нью Йорк фонд биржаси (*NYSE*), Америка фонд биржаси (*AMEX*) ва *NASDAQ* тизими листингига кирган 5000 компания ҳолатини ифодалайди.

#### ***Goldman Sachs Technology Indexes (GSTI)***

*GSTI* индекси оиласи ўзининг типик ҳисоблаш методикаси ва маълум бир тармоққа йўналтирилганлиги билан мутахассислар учун қулайдир. орасида қизиқиш қозонган. Бу оиллага куйидаги индексларни киритиш мумкин: *GSTI Hardware Index (GHA)*, *GSTI Internet Index (GIN)*, *GSTI Multimedia Networking Index (GIP)*, *GSTI Semiconductor Index (GSM)*, *GSTI Software Index (GSO)*, *GSTI Services Index (GCV)*.

#### ***Value Line Indexes***

Бу индекслар ўзининг ҳисоблаш методикасини хусусиятлари билан мутахассисларда қизиқиш уйғотган, бўлиб, *Value Line* компанияси томонидан икки тури бўйича (*Value Line Composite (Arithmetic) Index* ва *Value Line Composite (Geometric) Index*) ҳисобланиб чоп этилиб борилади. Ушбу индекслар 1700-дан ортиқ компаниялар акцияларини қамраб олган. Индексни ҳисоблашда қўлланиладиган методика фонд бозоридаги ҳолатни яхши акс эттирмайди, лекин бозордаги динамик спекулянтлар учун жуда фойдали.

*Moody's* ўртача индекси саноат, темир йўл транспорти ва коммунал хизматлар компаниялари ҳолатини акс эттиради.

#### ***Бошқа ҳориж мамлакатлари фонд бозорлари индекслари***

Бошқа мамлакатлар фонд бозорлари индекслари сони АҚШ фонд индексларига миқдорига қараганда анча кам, *Off-shore* фойдаланувчиларига учун эса уларнинг фақат биттаси қизиқиш уйғотиши мумкин. Унинг сабаби жуда оддий, биринчидан, бу бозорларда АҚШ бозорига қараганда компания-ларнинг капитализация даражаси анча кам, иккинчидан, регионал компания-ларнинг бошқа бошқа бозоларга кўрсатадиган таъсири унчалик кучли эмас. Шунинг учун бошқа мамлакатлар фонд индексларини регионал индекслар деб юритиш мумкин. Уларнинг қаторига куйидагиларни киритиш мумкин.

#### ***FTSE Indexes***

Дунёда биринчилардан ва катталиги бўйича учинчи бўлган бу фонд индекси оиласига бир нечта индекслар киради. *Financial Times* агентлиги томонидан жорий этилган Буюк Британиядаги энг қадимий индекс *Financial Times Industrial Ordinary Share Index* номи билан юритилади. Унинг қисқартмаси *FTSE-100 (FTSE-30)* кўринишда ишлатилади. Бугунги кунда энг кенг тарқалган машҳур индекс бу *FTSE-100 (Footsie)*. Бу индексларнинг ҳисоби ва наشري билан *FTSE International* компанияси шуғулланади.

*FT-30 (FTSE-30)* йирик саноат ва савдо компанияларини қамраб олган бўлиб, ўрта геометрик формула асосида (листингга кирувчи акция курслари кўпайтмасидан 30-чи даражадаги илдизи) ҳисобланади.

*FTSE-100* листингига 100 компаниянинг акциялари кирган бўлиб, саноат ва савдо компаниялари билан чекланмайди. Листингга акцияларнинг танланиши мутахассислар томонидан амалга оширилади, уларнинг орасида *Financial Times* газетасининг вакиллари ҳам бор. Ҳозирги вақтда мазкур листингга кирган компанияларнинг капитализацияси Буюк Британия фонд бозорининг 70 фоизи капитализациясини ифодалайди. Индексни ҳисоблаш 1984 йилнинг 3 январидан бошлаб (бу вақтда индекс миқдори 1000 пунктга тенг бўлган) компаниялар акциялари

курсларини бозор капитализацияси бўйича бир вазнга мутаносиблаштириш йўли билан амалга оширилади.

*FTSE Mid 250* листингига компанияларнинг биринчи юзлигидан кейин Буюк Британиянинг 250-га компанияси (бозор капитализацияси бўйича) киради. Бу индекс 1985 йилдан бери ҳисобланиб келинади, шу вақтда унинг миқдори 100 пунктга тенг бўлган. Ушбу индекс Буюк Британия иқтисодиётининг 20 фоизини ташкил этувчи ўрта ҳол компаниялар акциялари бозорини ифодалайди.

*FTSE-All Share* – бошқа индексларга ўхшаш, барча акциялардан танлаб олинганларини ўз ичига олади.

### ***DAX Indexes***

Германиядаги бизнес фаоллигини ифодаловчи индекслар бўлиб, Франкфурт фонд биржаси кўрсаткичлари бўйича ҳисобланадилар. Уларнинг ичидан қуйидагиларини алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин:

*DAX30* – Германиянинг асосий, муҳим ва энг нуфузли индекси бўлиб, энг йирик компаниялар акциялари бўйича ҳисобланади. Уларнинг котировкаси капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштирилади.

*XETRA DAX* – кўп жиҳатдан *DAX30* билан мос келувчи индекс, лекин ундан фаркли одатдагидан давомийроқ бўлган электрон сессия маълумотлари бўйича ҳисобланади.

*DAX100* – листингига акцияларнинг ката қисми киришини инобатга олинмаса, *DAX30* индексининг аналог. *CDAX* – композит индекс бўлиб, ўз ичига 320 компаниянинг акцияларини олади.

### ***CAC Indexes***

Франциядаги бизнес фаоллигини ифодаловчи индекслар бўлиб, Париж фонд биржаси ва Франция биржалари жамияти томонидан 1987 йил 31 декабрдан бери ҳисобланадилар. Асосий индекслар – бу *CAC-40* (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктни ташкил этган) ва *CAC General CAC-40*. Бу индекслар ўз листингларига мос равишда 40 ва 250 компаниянинг акцияларини киритган.

### ***Nikkei Indexes***

*Nikkei-225 (Nikkei Dow Jones Average)* листингига Нью Йорк фонд биржаси ва Токио фонд биржасида муомалада бўлган 225 компаниянинг акциялари кирган. Бу индексни ҳисоблаш методикаси *Dow Jones Industrial Average* методикаси билан тўлиқ мос келиб, 1950 йилдан бери чоп этилади.

*Topix Index* – 1968 йилдан бери чоп этилиб келаётган япон индекси бўлиб, листинги учун база сифатида Токио фонд биржасининг биринчи секциясида сотиладиган барча акциялар олинган. Бу индекс “муомалага чиқарилган акцияларнинг сони бўйича мутаносиб вазнлаштириш” усули бўйича ҳисобланиб топилади.

*Japan bond-10*. Япониянинг Токио фонд биржасида муомалада бўлган облигациялар бозори индекси. Бу индекс “муомалага чиқарилган облигацияларларнинг сони бўйича мутаносиб вазнлаштириш” усули бўйича ҳисобланиб топилади.

### ***TSE Indexes***

Канада иқтисодиётининг 14 секторини ифодаловчи *TSE300* индекси бўлиб, уни Торонто биржаси ўзида сотиладиган 300 компаниянинг акциялари бўйича (капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштириш усули асосида) ҳисоблайди. Бу индекс 1975 йилдан бери ҳисобланади (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктни ташкил этган).

### ***IPC Index***

Мексика фонд биржаси томонидан 1978 йил 30 октябрдан бери капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштириш усули асосида ҳисобланади (бошланишда унинг миқдори 0,78 пунктга тенг бўлган). Унинг листингига 35 йирик компаниялар қимматли қоғозлари кирган. Индекс листинги ҳар икки ойда қайта кўриб чиқилади.

#### ***Bovespa***

Сан-Паулу (Бразилия) биржасининг индекси бўлиб, ўз листингига киритилган энг ликвид бўлган акциялар бўйича ҳисоблаб топилади.

#### ***Hang Seng***

Гонконг фонд биржаси маълумотлари бўйича 1964 йилдан бери ҳисобланадиган етакчи Осиё индекси (бошланишда унинг миқдори 100 пунктга тенг бўлган). Бу индекс бозорнинг асосан беш сектори ҳолатини (ишлаб чиқариш, коммерция, молия, коммунал хизмат ва ер эгалиги) ифодалаб, листингига 33 компаниянинг акциялари кирган. Листинга кирган акциялар бозорнинг тахминан 70 фоизи капитализациясини ташкил этади.

***Malaysia KLSE.*** Куал Лумпур (Малайзия) фонд биржасининг индекси бўлиб, ўз листингига киритилган энг ликвид бўлган акциялар бўйича ҳисоблаб топилади. Бу индекс “муомалага чиқарилган акцияларнинг сони бўйича мутаносиб вазнлаштириш” усули бўйича ҳисобланиб топилади.

***Turkey ISE National-100.*** Стамбул (Туркия) фонд биржасининг индекси бўлиб, ўз листингига киритилган 100 энг ликвид бўлган акциялар бўйича ҳисоблаб топилади.

***Hungary BUX.*** Будапешт (Венгрия) фонд биржасининг индекси.

***Greece General Share.*** Греция фонд биржасининг индекси.

***Singapore Straits Times.*** Сингарур фонд биржасининг индекси.

***Korean Seoul Comp.*** Сеул (Жанубий Корея) фонд биржасининг индекси.

***Argentina MerVal.*** Аргентина фонд биржасининг индекси.

***Spain Madrid General.*** Мадрид (Испания) фонд биржасининг индекси.

***Austria ATX.*** Австрия фонд биржасининг индекси.

***Shanghai comp.*** Шанхай (Хитой) фонд биржасининг индекси.

#### ***Россия фонд бозори индекслари***

Россия қимматли қоғозлари бозорининг ёшлигига қарамасдан Россия компаниялари индекслар яратиш соҳасида катта мувафакцияларга эришишган ва улар бугунги кунда уларнинг миқдори ва турли ёндошувлари билан фахрланиши мумкин. Уларнинг ичидаги энг ҳаётийлари Россия қимматли қоғозлари бозори ҳолатини ифодаламоқда. Россияда биринчи бўлиб *CS First Boston* Инвестиция банкининг *ROS-30* индекси ва *Скейт Пресс* агентлигининг индекси жорий қилинган, бир мунча кечроқ эса бозорга *AK&M* агентлигининг бир талай индекслари серияси, *PTC* ва *The Moscow Times Index (MTMS)* индекслари чиққан. Ҳозирда Россия фонд бозорининг асосий индекслари қуйидагилар.

#### ***AK&M Indexes***

*AK&M* индекслари оиласига қуйидагилар киради.

Бирлаштирилган (жамлаштирилган) *AK&M* индекси 1993 йил 1 сентябдан жорий қилинган бўлиб (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктга тенг бўлган), у бутун бозорни тавсифлаш учун хизмат қилади. 2001 йил 1 март кунда унинг листингига 50 компаниянинг акциялари кирган.

Саноат компаниялари акцияларининг *AK&M* индекси 1993 йил 1 сентябдан жорий қилинган бўлиб (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктга тенг бўлган), у саноат компаниялари ҳолатини ифодалаш учун хизмат қилади. 2001 йил 1 март кунда унинг листингига 35 компаниянинг акциялари кирган.



*AK&M* “иккинчи эшелон” акцияларининг индекси 1997 йил 15 октябрдан жорий қилинган бўлиб (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктга тенг бўлган), ўз листингида “иккинчи эшелон” акцияларини қамраб олган. 2001 йил 1 март кунда унинг листингига 40 компания акциялари (“иккинчи эшелон”) кирган.

*AK&M*нинг тармоқ индекслари - бу банклар, саноат компаниялари, нефтгаз тармоғи, алоқа, нефтхимия, рангли металлургия, қора металлургия, энергетика, транспорт, кимё саноати, машинасозлик тармоқлари компаниялари акциялари бўйича ҳисобланадиган индекслар.

АДР бўйича *AK&M* индекси – листинги депозитар тилхатлар чиқарган компаниялар акцияларини қамраб олган бўлиб, 1997 йил 17 ноябрда жорий қилинган (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктга тенг бўлган). 2001 йил 1 март кунига келиб унинг листингига 40 компаниянинг акциялари кирган эди.

*AK&M*нинг барча фонд индекслари бир хил усул бўйича ҳисобланади. Унинг негизида листингнинг компаниялар капитализацияси йиғидисини ўзгаришига нисбатан аниқлаш усули ётади. Бундан эмитентларнинг хорижий фонд бозорларида айланадиган қимматли қоғозларини ҳисобга олувчи *АДР* индекси мустаснодир.

*AK&M* индекслари листинги жуда кенгдир ва баъзида ликвидлиги жуда паст бўлган акцияларни ҳам қамраб олади. Уларни ҳисоблаш котировка қилинган нархлар асосида олиб борилади.

Листингга киритиш эмитентлар қимматли қоғозларининг бозорга таъсир этиш тамойили асосида олиб борилади. Бундай таъсирнинг миқдорини билгилаб берувчи асосий омиллари сифатида акцияларнинг бозор капитализацияси ва ликвидлиги қабул қилинган.

### ***RTS Indexes***

*RTS* индекслар оиласига *RTSI* ва *RTST* индекслар киради. Улар *PTC* индекс агентлиги бўлмиш *RUX* Интерфакс индекс томонидан ҳисоблаб топилади.

*RTC* индекслари капитализацион индекслар тоифасидан бўлиб, уларни ҳисоблаш акцияларнинг жами бозор капитализациясини бошланғич сана ҳолатидаги ўша акцияларнинг жами бозор капитализациясига нисбатини индекснинг бошланғич санасидаги қийматига кўпайтмаси формуласи асосида амалга оширилади.

Бозор капитализациясининг ҳисоблаш акциялар нархи ва эмитент томонидан чиқарилган акциялар миқдори ҳақидаги маълумотлар асосида амалга оширилади. Хар бир индексни ҳисоблашнинг даврийлиги ва акция нархини ҳисоблаш методи уларнинг ўзига хос бўлган хусусиятидир.

*RTSI* – *PTC* индекси *PTC* фонд биржасининг ягона расмий индикатори бўлиб ҳисобланади. Индекснинг дастлабки қиймати 1995 йил 1 сентябрда 100 пункт бўлган.

*RTST* – *PTC* фонд биржасининг техник индекси савдо сессияси давомида (11:00 дан 18:00 гача) бир минутда бир маротаба ҳисобланади. Индекснинг дастлабки қиймати 1997 йил 31 декабрда бўлган ҳолатда (18:00) 396,858 пунктни ташкил этган.

*RUX* – (аввал *PTC*-Интерфакснинг йиғма индекси деб номланган эди) *PTC*-Интерфакс индекс агентлиги томонидан рубль ва валюта (доллар) қийматида ҳисоблаб чиқилади.

*RUX* индексини ҳисоблашда *PTC* фонд биржасидаги битимларда тасдиқланган нархлар ва Москва фонд биржасида амалга оширилган “Газпром” компанияси акциялари бўйича битимлардаги нархлар ҳақидаги маълумотлар ишлатилади. Маълумот олиш манбалари бўлиб “*PTC* фонд биржаси” ва Москва фонд биржаси ҳисобланади. Индекснинг дастлабки кўрсаткичи қилиб 1998 йил 5 январга бўлган ҳолатдаги 100 пункт олинган.

### ***RBC Composite Index***

*RBC Composite Index* “Росбизнесконсалтинг” агентлиги томонидан 1 сентябр 1997 йилдан ҳисобланади ва нашр этилади (унинг бошланғич миқдори 100 пункт бўлган). Уни ҳисоблаш учун мумтоз методология қабул қилинган. Индексни ҳисоблаш учта савдо майдончасидан келиб тушган (ММВБ, РТС ва МФБ) котировкаларни бир вазнга мутаносиблаштиришнинг ўртача геометрик усулига асосланган. Ҳозирги вақтда Россия акциялари бозорининг “чўққисини” ташкил этган 14 компаниянинг акциялари индексга киритилган. Бу акциялар экспертлар комиссияси томонидан танлаб олинган. Индекслар тури: жамлантирилган *РБК* индекси, *РБК-нефть*, *РБК-энергетика*, *РБК-алоқа* ва ҳ.к.

### ***Real Index RosCapital***

Россия реал индекси мисолига *Real Index RosCapital* индексини кел-турса бўлади. У мунтазам равишда 2000 йил 28 августдан бошлаб ҳисобланади келади. Индекснинг эгаси ОАЖ “Базовый индекс капитала” (*Basic Index Capital, Corp.*) индекс фонди 2000 йил 25 майда рўйхатга олинган.

Ҳозирда Россия бозорининг иштирокчисидан ҳам бозорнинг бир қисмини сотиб олиш имконияти пайдо бўлган.

Методология соҳасида “Роскапитал”нинг реал индексида муҳим фарқлар мавжуд:

- Россиянинг ташкиллашган бозорларида муомаладаги ва ўрнатилган миқдордан кам бўлмаган ликвидликка эга бўлган барча фонд бойликлари листингга (портфелга) киритилади. Шунинг учун ҳисоблашда оддий акциялар билан бир қаторда имтиёзли акция ва облигацияларнинг нархлари ҳамда шунингдек хусусий ва давлат мажбуриятлари иштирок этади.

- Бирлик сифатида индексга киритилиш учун компания эмас, балки қимматли қоғоз тури кўрилади. Мутаносиб вазлаштиришда айнан шундан келиб чиқилади.

- “РосКапитал”нинг реал индекси ОАЖ “Базовый индекс капитала” (*Basic Index Capital, Corp.*) индекс фонди акциялари баҳосининг ҳосиласидан келиб чиқадиган катталиқдир (ўзгарувчандир).

Россияда келтирилган индекслар билан бир қаторда қуйидаги индекслар ҳам мавжуд: “*Прайм-ТАСС*” агентлиги индекслари (умумий ва тармоқий: *Прайм-Дженерал*, *Прайм-Топ*, *Прайм-Преф*, *Прайм-Неликвид*, *Прайм-Нефть*, *Прайм-Связь*, *Прайм-Электро*, *Прайм-Металл*, *Прайм-Химия*); “*Коммерсанта*” фонд индекси, Москва банклараро валюта биржаси (ММВБ) индекси ва ҳ.к.

Россия фонд бозорининг барча асосий индекслари капитализацион индекслар (мутаносиб вазлаштирилган ўрта арифметик қиймат кўринишида) бўлиб, бир бири билан яхши боғлиқ (корреляцияланади).

### ***Ўзбекистон фонд биржаси индекси***

“Тошкент” Республика Фонд Биржасида (РФБ) 2000 йилнинг бошида “Тасикс” деб номланган йиғма (интеграл) биржа индекси (*Tashkent Aggregate Stock Exchange – index “TASIX”*) киритилган. Бу индекс ўрта арифметик индекс бўлиб, Ўзбекистон фонд бозори ҳолатини ақс эттиради. “Тасикс” индекси фонд биржасининг савдо куни натижаларига кўра “листинггача” ва “листингдан ташқари” секцияларида (бўлимларида) амалга оширилган корпоратив қимматли қоғозлар (жумладан, хусусийлаштирилган компания-ларнинг бирламчи тарзда жойлаштириладиган акциялари секциясида) бўйича содир этилган битишувлар нархлари асосида ҳисоблаб топилади. Таҳлил мақсадида бу индекс вақтнинг маълум бир даври (масалан, ҳафта, ой, чорак ва йил) учун ҳисобланиши мумкин.

“Тасикс” индекси қуйидаги формула асосида ҳисобланади:

$$I_{tse} = (P_t/P_b) * k,$$

бунда  $I_{ftse}$  – “Тошкент” РФБ томонидан тузилган йиғма фонд индекс;  $P_i$  – индексни ҳисоблаш пайтига келиб тузилган битишувлар бўйича барча тур-даги акциялар нарҳининг ўрта арифметик миқдори;  $P_b$  – индекснинг ҳисоб-ланган базисини инобатга олган ҳолда тузилган битишувлар бўйича барча турдаги акциялар нарҳининг ўрта арифметик қиймати (базис 708,9 сўмга тенг деб олинган бўлиб, у 1999 йил 31 декабрда тузилган битишувлар нарҳлари ҳамда акциялар ҳажми ва сони бўйича ҳисоблаб топилган);  $k$  – индекснинг ўлчанаётган пунктлари сонини кўрсатувчи тўғирловчи коэффициент.

1999 йил 31 декабр куни ҳолати бўйича базавий баҳоси 100 пункт деб қабул қилинган.

Акцияларнинг ўртача нарҳи қуйидаги формулага асосан ҳисобланади:

$$P = \frac{\sum P_i q_i}{\sum q_i},$$

бунда  $i=1,2,3,\dots, N$ ;  $N$  – индексни ҳисоблашгача ва ҳисоблашдан кейин содир этилган битишувлар сони;  $P_i$  –  $i$ -чи акция тури бўйича содир этилган битишув нарҳи (сўмларда ифодаланади);  $q_i$  –  $i$ -чи акция тури бўйича содир этилган битишув ҳажми (доналарда ифодаланади).

Расмий йиғма индекс биржанинг савдо куни тугаши ҳолатига ҳисобланади.

Янги эмитентни листинга киритиш чоғида индекснинг ҳисобланадиган базисини шакллантириш ва унга ўзгартиришлар киритиш тўғрисидаги қарор “Тошкент” РФБ Бошқаруви томонидан қабул қилинади. Индекснинг ҳисоб-ланадиган базисига фақат оддий ва имтиёзли акциялар киритилади. Бу базисга индексни ҳисоблаш методи ёки биржа листингига йирик эмитентнинг қимматли қоғозларини киритилиши муносабати билан ўзгартириш киритилади. Ҳар қандай ўзгартиришлар бўйича манфаатдор шахсларга хабар берилиб, биржа терминалларида акс этирилади.

### ***Индексли фондлар, реал индекслар, индексли акциялар***

Индекслар мавжуд бўлган вақтдан бошлаб йиғилган кенг маълумотлар базаси индексларни алоҳида олинган акцияларга қараганда на фақат барқа-рорлигидан, балки уларни ўсиши динамикаси бир мунча яхшироқ эканли-гидан далолат беради. Бу эса ҳозирги даврда на фақат индексларни динамикада таҳлил қилиш, балки индекс қийматига баҳоси тўғридан-тўғри мутано-сиб бўлган қимматли қоғозларни сотиб олиш мумкинлиги имконини берди. Бу имкониялардан иккинчисининг хусусиятини қуйидаги механизмдан кўриш мумкин. Реал фонд (одатда ёпиқ) тузилиб, унинг портфелига ўрнатилган методика билан мос равишда (яъни, индексларнинг моделлари методи-каси асосида уларни ҳисоблаб баҳолаш) фонд бойликлари сотиб олинади ва уларнинг индекслари динамикасига қараб портфел бошқарилади. Портфелни пассив бошқариш эса портфелнинг тўлдирилишини (тўлиқлигини) кўрсатилган методикага мослигини кузатиб боришдан иборат. Бундай фонднинг акциялари баҳосини тебранишлари базавий инструмент сифатида танлаб олинган индекснинг тебранишларига аниқ мос келади.

Агарда ёпиқ фонднинг қимматли қоғозлар портфелини тўлдириш учун маълум бир методика мавжуд бўлса ва бу методика индексли бўлади (яъни, индексли фонд), унда мувофиқлаштириш коэффициентиға кўпайтирилган (тескари аналогия бўйича) индекснинг қиймати акцияларнинг бозор баҳосидан кўп бўлмайди.

Келажақда пассив бошқариладиган фондлар ва фонд индексларини ўзаро бирлашуви тенденцияси кузатилмоқда. Бу ҳолат умуман олганда, инвесторлар, аналитиклар ва барча фонд ҳамжихатлиги учун фойдалидир.

Ҳозирда индекснинг барқарор ҳаракат тенденцияси динамикасига қараб инвесторлар унинг яхши баланслаштирилган (мутаносиблаштирилган) ва дефференциацияланган (таксимланган) портфелини шакллантиришга интилишади. Индексларга таклиф мос равишда уларга талабни

келтириб чиқаргани сабали, индексларнинг реал мужассамлашуви сифатида аввал индексларни ташкил этувчи акциялар портфеллари, кейин эса индексли акциялар (*Indexes Shares*), индексли фондлар (*Indexes Funds*) ва реал индекс-лар (*Real Indexes*) кўринишидаги портфеллар пайдо бўлдилар. Бундай инструментлар савдо-сотик объекти бўлгани билан, улар ўз базислари (листингга кирувчи акциялар) нархларига қараб амалга оширилади (яъни, нарх бўйича базис ва инструментнинг ўзаро эквивалентлилик даражасига қараб). Мисол тариқасида (*Nasdaq-100 Indexes*) индексига боғлиқ бўлган *Nasdaq-100 Shares* “акцияларини” келтириш мумкин. Бундай акцияларнинг дастлабки нархи унинг индексни 1/40 қисмини ташкил қилган. Яна мисол тариқасида *NASDAQ* фонд биржасида муомалада бўлувчи бошқа инструментларни келтириш мумкин, масалан, *Standart & Poor’s 500 Composite Stock Price Index* индексига боғланган *SPDRS* депозитар тилхатлари; *Standart & Poor’s 400 Mid-Cap Index*, *Select Sektor SPDR Funds*, *Dow Jones Industrial Average* ва *World Equite Benchmark* индексларига боғланган акциялар.

### **Фонд индексларини ҳисоблашда қабул қилинган ёндашувлар**

Фонд индексларини ҳисоблашнинг қуйидаги ёндашувлари мавжуд:

*Мутаносиб вазнлаштирилмаган ўрта арифметик индекс.* Бу индекс қуйидаги формула асосида ҳисобланади:

$$I_t = b \sum_{j=1}^N P_{j,t},$$

бунда  $I_t$  – фонд индексининг  $t$  вақтдаги қиймати;  $P_{j,t}$  – қимматли қоғозлари фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган  $j$ -чи компания акциясининг  $t$  вақтдаги курс нархи;  $N$  – акциялари фонд индексини ҳисоблашда ишлатиладиган компанияларнинг умумий сони;  $b$  – мувофиқлаштирувчи коэффициент ( $b=1/\eta$ ).

Бу формула Доу Джонсининг саноат бўйича ўртача фонд индексини ҳисоблашда қўлланилади.

*Мутаносиб вазнлаштирилган ўрта арифметик индекс.* Формула мутаносиб вазнлаштириш методикаси бўйича фарқланади.

1) Танланган тўпламдаги акцияларни нарх бўйича мутаносиб вазнга келтирилган индекс:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N P_{j,t}}{\sum_{j=1}^N P_{j,0}} \mu,$$

бунда  $P_{j,0}$  – қимматли қоғозлари фонд индексини ҳисоблашда фойдаланила-диган  $j$ -чи компания акциясининг бошланғич вақтдаги курс нархи;  $\mu$  – индекснинг бошланғич вақтдаги базавий қиймати.

2) Танланган тўпلامнинг баҳоси бўйича мутаносиб вазнлаштирилган индекс:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N P_{j,t} n_{j,t}}{\sum_{j=1}^N P_{j,0} n_{j,0}} \mu,$$

бунда  $n_{j,t}$  ва  $n_{j,0}$  – қимматли қоғозлари фонд индексини  $t$  вақтда ( $t=0$  бўлган бошланғич вақтда) ҳисоблашда фойдаланиладиган  $j$ -чи компания акцияларининг сони.

Бунда кўриш мумкинки, йирикроқ компаниялар акциялари нархлари-нинг ўзгариши одатда индекс қийматига кўпроқ таъсир кўрсатади (майда компаниялар қимматли қоғозлари баҳоси тебранишларига қараганда). Ушбу формула *S&P-500* индексини ҳисоблашда қўлланилади, бунда

бошланғич вақт сифатида 1941 ва 1943 йиллар оралиғи олинади, индекснинг базавий қиймати эса 10-га тенг деб олинган.

3) Компаниялар акциялари вазнларини тенглаштириш йўли билан мутаносиб вазнлаштирилган индекс:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N \frac{P_{j,t} - P_{j,0}}{P_{j,0}}}{\sum_{j=1}^N n_{j,t}} \cdot 100.$$

*Мутаносиб вазнлаштирилмаган ўрта геометрик индекс.* Бу индекс қуйидаги формула ёрдамида ҳисобланади:

$$I_t = \sqrt[N]{\prod_{j=1}^N P_{j,t}}.$$

Ҳозирда ушбу формула асосида Буюк Британиянинг қадимий фонд индексларидан бўлган ФТ-30 (*FT-30 Share Index, Financial Times International Ordinary Index*) индекси ҳисобланади (у 1935 йилдан бери чоп этилиб келади).

*Мутаносиб вазнлаштирилган ўрта геометрик индекс* қуйидагича ҳисобланади:

$$I_t = \sqrt[N]{\prod_{j=1}^N \frac{P_{j,t}}{P_{j,t-1}}},$$

бунда  $P_{j,t-1}$  – қимматли қоғозлари фонд индексини ҳисоблашда фойдаланила-диган  $j$ -чи компания акциясининг бир кун олдинги савдо кунда белгиланган курс баҳоси.

Ушбу формула асосида АҚШ фонд бозорида қўлланиладиган «Вэлью Лайн» (*Value Line Composite Average*) композит индекси ҳисоблаб топилади.

#### ***Индексларга тузатишлар киритиш методикаси***

Қимматли қоғозлари фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган компанияларнинг бозордаги аҳволига қараб фонд индексларини ҳисоблаш методикаси маълум вақтларда ўзгариши мумкин. Уларнинг аҳволи айниқса янги акциялар эмиссияси, акцияларни майдалаш ёки йириклаштириш (консолидациялаштириш), дивидендлар тўлаш, компаниялар рўйхатини ўзгартирилиши ва шу каби ҳ.к. жараёнларда вужудга келади. Индексни ҳисоблаш методикасига ўзгартириш киритиш корпоратив воқеалар таъсири остида эмас, балки бозор омилларини компаниялар акциялари нарҳига таъсири остида амалга оширилади.

Индексни ҳисоблаш методикасига акциялар эмиссияси (акцияларни майдалаш, дивидендлар тўлаш) муносабати билан ўзгартириш киритиш қуйидагича бўлиши мумкин.

Агар индекс акциялар баҳоси бўйича оддий ўрта арифметик кўринишида ҳисобланса (масалан, Доу Джонс индекси), у ҳолда формуланинг маҳражи мувофиқлаштирувчи коэффициент ролини бажаради. Унда индекс акцияларни майдалашдан олдинги ва кейинги ҳолларда ўзгариши мумкин эмас:

$$\frac{1}{\eta} \sum_{j=1}^N P_{j,t} = \frac{1}{\eta'} \sum_{j=1}^N P'_{j,t},$$

бунда  $P'_{j,t}$  –  $j$ -чи компания акцияларини майдалашдан (ёки янги эмиссияни чиқаришдан) кейинги курс нарҳи;  $\eta'$  – мувофиқлаштирувчи коэффициентнинг янги қиймати.

Келтирилган формуладан мувофиқлаштирувчи коэффициентнинг  $\eta'$  янги қийматини топиш мумкин, яъни:

$$\eta' = \eta \frac{\sum_{j=1}^N P'_{j,t}}{\sum_{j=1}^N P_{j,t}}$$

1928 йилда Доу Джонс индексини 30 компания акциялари бўйича ҳисоблаш чоғида, унларга 1/30 сонига тенг бир ҳил вазнлар белгиланган эди. Лекин вақт ўтиши билан акцияларни майдаланиши, қимматли қоғозларнинг янги эмиссиялари ва ҳ.к. содир бўлганлиги сабабли 1991 йилга келиб вазн миқдори 1/0,505 сонига тенг деб қабул қилинди.

Индекс бозор капитализацияси бўйича ўртача мутаносиблаштирилган катталиқ (ўзгарувчан) сифатида ҳисоблаб топилиш чоғида (масалан, *S&P-500* индекси), акцияларни майдалаш (янги эмиссияни амалга ошириш) индексни ўзгаришига (компания капитализацияси ўзгармаганда) олиб келмайди.

Индексларни ҳисоблаш чоғида информация сифатига (яъни аниқлиги, тўғрилиги, тўлиқлиги, миқдори, нуфузлилиги, ишончлилиги, ўз вақтидали-лиги, объективлилиги даражаларига) юқори талаблар қўйилади.

Информациянинг сифати қуйидагиларда ҳам намоён бўлади: компания-ларнинг танланган тўплами ўлчами (ҳажми), уларнинг тўғрисидаги маълумотларни нуфузлилиги (репрезентативлилиги), компаниялар қимматли қоғозлари тўғрисидаги информацияни ишончлилиги, компаниялар ҳолатини ифодаловчи молиявий маълумотларни объективлилиги ва ҳ.к.

#### **Индексларни бир-бири билан боғлиқлиги**

Кенг танилган индексларнинг солиштирма характеристикалари 3.2.1-чи жадвалда келтирилган.

Жадвал 3.2.1.

Индекснинг номи	Мамлакат	Ҳисоблаш усули	Компаниялар сони	Изоҳ
Саноат бўйича <i>Доу Джонс</i>	АҚШ	Мутаносиб вазнлаштирилмаган ўрта арифметик	30	Дунёда машҳур (1884 йилдан буён) индекс. Йирик 30 компания акциялари бўйича ҳисоб топилади
Композитли <i>«Вэлью Лайн»</i>	АҚШ	Мутаносиб вазнлаштирилган ўрта геометрик	1695	Ҳисоблашда бир кун олдинги кун савдоси натижалари бўйича акциялар курси ишлатилади
<i>S&amp;P-500</i>	АҚШ	Мутаносиб вазнлаштирилган ўрта арифметик	500	Ҳисоблашда акцияларнинг 1941-1943 йиллар ҳолати учун базавий баҳоси 10-га тенг деб олинган
<i>FT-30</i>	Буюк Британия	Мутаносиб вазнлаштирилмаган ўрта геометрик	30	Буюк Британиянинг энг қадимий индекси бўлиб, 1935 йилдан бошлаб чоп этилади.
<i>FT-100 (FTSE-100 – Футси-100)</i>	Буюк Британия	Мутаносиб вазнлаштирилган ўрта арифметик	100	Ҳисоблашда акцияларнинг 03.01.1984 йил ҳолати учун базавий баҳоси 1000-га тенг

		метик		деб олинган
<i>Nikkei</i>	Япония	Мутаносиб вазнлашти- рилмаган ўрта арифметик	225	1950 йилдан буён чоп эти- лади. Акцилар Токио биржа- сининг (ТФБ) 1-чи секция- сида котировкада бўлади
ТФБ (ТОPIX)	Япония	Мутаносиб вазнлаштирил- ган ўрта ариф- метик	1235	1968 йилдан буён ТФБ 1-чи ссекциядаги барча акциялар бўйича ҳисобланади
DAX	Герма- ния	Мутаносиб вазнлаштирил- ган ўрта ариф- метик	30	Ҳисоблашда акцияларнинг 1987 йил ҳолати учун базавий баҳоси 1000-га тенг деб олинган

Таъкидлаш зарурки, ривожланган мамлакатлар қимматли қоғозлари бозорларида қўлланиладиган индекслар бир-бирларидан юқорида келтирилган белгилар билан фарқ қилсаларда, улар ўзаро кучли корреляциланади<sup>82</sup>. Бу эса уларнинг бир-бирлари билан кучли боғлиқлигидан далолат беради.

АҚШ қимматли қоғозлар бозорида қўлланиладиган турли индекслар-нинг ўзаро корреляция коэффициенти 3.2.2-чи жадвалда келтирилган.

Жадвал 3.2.2.

Индекслар	DJIA	S&P-500	NYSE	ASE
Саноат бўйича ўртача Доу Джонс (DJIA) индекси	1			
Комбинациялашган ўртача индекс (S&P-500)	0,963	1		
Нью-Йорк фонд биржаси (NYSE) индекси	0,949	0,981	1	
Америка фонд биржаси (ASE) индекси	0,675	0,796	0,836	1

Турли ривожланган мамлакатлар қимматли қоғозлар бозорларида қўлланиладиган асосий индексларнинг корреляция коэффициентини баҳоланиши 3.2.3-чи жадвалда келтирилган.

Жадвал 3.2.3.

Индекслар	DJIA	DAX-30	CAC-40	N-225
Саноат бўйича ўртача Доу Джонс (DJIA) индекси (АҚШ)	1			
DAX-30 (Германия)	0,560	1		
CAC-40 (Франция)	0,638	0,645	1	
Nikkei-225 (N-225, Япония)	0,194	Маълумот йўқ	Маълумот йўқ	1

<sup>82</sup> Эслатма: икки параметр корреляцияси коэффициенти уларнинг миқдорларини ўзгариши ўзаро қандай боғланганлиги даражасини кўрсатади. Агар параметрлар бир хил ўзгарса, унда корреляция коэффициенти 1 (бирга) тенг бўлади. Агар параметрлар қарама-қарши фазаларда ўзгарса, унда корреляция коэффициенти -1 (минус бир) бўлади. Агар параметрлар бир-бири билан боғлиқ бўлмасдан ўзаро эркин ўзгарса, унда корреляция коэффициенти 0 (нолга) тенг бўлади.

Россия фонд бозорида қўлланиладиган турли индексларни бир-бирлари билан кучли корреляцияланишини 3.2.4-жадвалдан кўриш мумкин. Ушбу жадвалдан кўришиб турибдики, Россия индекслари ривожланган мамлакат-ларда қўлланиладиган индексларга қараганда кучлироқ корреляцияланган.

Жадвал 3.2.4.

Индекслар	PTC	ASP	AK&M	Интерфакс
PTC	1			
ASP-General	0,992	1		
AK&M	0,997	0,99	1	
Интерфакс умумлаштирилган	0,992	0,995	0,995	1

Ҳозирда мумтоз ҳисобланган фонд индекслари 3.2.1-3.2.4 жадвалларда келтирилган маълумотларга асосан қуйидагиларни кўрсатади:

- индекслар миллий ва жаҳон фонд бозорларидаги жараёнларни объектив акс эттирмоқда;
- индекслар ривожланган фонд бозорларини бир ҳил қонуниятларга бўйсўнувчи умумий глобал савдо муҳити сифатида намоён бўлганлигидан далолат бермоқда. Ривожланган мамлакатлар фонд бозорлари динамикаси кўп ҳолларда барча учун умумий бўлган жараёнлардан келиб чиқади.

Индексларнинг бир-бирлари билан боғлиқлиги (коореляцияси) фонд бозорларининг ҳолатига боғлиқ. Масалан, фонд бозорларининг ҳолати барқарор бўлса, уларнинг индекслари ўртасидаги корреляция миқдори ижобий бўлади, яъни бозорлардаги жараёнлар ўхшаш тарзда кечади. Кризислар (инқирозлар) даврида эса ижобий корреляция сақланиб қолади. Аммо кризислардан чиқиш даврида эса индекслар ўртасидаги корреляция манфий миқдорга эга бўлади, яъни бунда ривожланган фонд бозорлари кризисдан ривожланаётган бозорлар ҳисобига чиқади.

### **Илова 6. Бозор иқтисодиётининг қонун ва категориялари**

Бозорнинг иқтисодиётдаги асосий роли иқтисодиёт ҳолатини “барометри” бўлганлиги сабабли, бозор ҳажми мамлакат иқтисодиётининг капитализациясига эквивалент бўлади. Демак, иқтисодиёт қонунлари ва категориялари бозорда ҳам эквивалент равишда бирдек ҳукм суради. Демак, очик иқтисодиёт ва очик бозор тушунчалари ҳам эквивалент бўлиб, бозор иқтисодиёти деган умумий тушунча қўлланилади. Бундай эквивалентлилик бозорнинг мазмун-моҳияти, турлари, мақсад ва вазифаси, модели, функциялари, товарлари ва қатнашчилари сифати, қатнашчилари-нинг фаолият шароитлари ва механизмларини иқтисодий ўсиш ва ривож-ланишга қаратилганлиги, аксинча, иқтисодиётнинг ўзини бозорга қаратил-ганлиги, бунда омилларни иқтисодиётга ва бозорга бир ҳил таъсир этиши, натижалар умумий бўлиб, улар мумтоз макроиқтисодий индикаторлар бўйича баҳоланиши билан белгиланади. Шунинг учун товарлар бўйича бозорда талаб ва таклиф асосида шаклланадиган объектив ҳажм ва баҳолар бозор иқтисодиётининг реал ҳолатини акс эттиради.

Умуман олганда, бозор иқтисодиётининг (мамлакат иқтисодиёти ва унинг ички бозори) юқори даражада ташкиллашганлиги унинг самарали фаолият механизми билан белгиланади. Бу механизм бозор иқтисодиёти қонун ва категорияларининг тўлиқ амал қилиши негизида ва давлатнинг регулятив (административ ва индикатив тарзда) сиёсати асосида бозорнинг барча қатнашчиларини бевосита иштироки натижалари билан белгиланади, давлат ва иқтисодиёт субъектлари томонидан биргаликда ҳаракатга келтирилади.

Бизнингча бозор иқтисодиётида қуйидаги амалий қонунлар ҳукм суради:



- бозорда ўзаро қарама-қарши нафсий манфаатлар бирлиги ва кураши, нафларни тақсимланиб сақланиши;

- бозорда пул ва товарнинг қийматларини эквивалентлиги, ўзаро трансформацияси, уларнинг миқдор ўзгаришлардан сифат ўзгаришларига ўтиши ва аксинча;

- бозорий танланиш.

Бозор қонунлари доирасида қуйидаги категориялар намоён бўлади:

- тизимлилик (умумийлик, алоҳидалик, яхлитлик, унсур ва тузилма) ва тартибийлик;

- омил ва воқелик, уларнинг ўзаро сабаб-оқибатан боғлиқлиги, таъсирини ўлчамийлиги;

- бозор муҳити қуввати ва имконият;

- зарурат ва тасодиф;

- моҳият ва ҳодиса;

- шакл ва мазмун;

- баҳо ва фойда;

- талаб ва таклиф (уларнинг оний тенглиги, бир-бирида мужассамлаш-ганлиги ва ўзаро таъсири, динамик ўзгариш тенденцияси);

- риск ва рефлексивлилик;

- информативлик ва таваккалик.

Айтиш жоизки, келтирилган қонун ва категорияларнинг бундай номланиши шартлидир, баҳс ва мунозаралар асосида улар келажакда керакли миқдор, шакл ва мазмунга эга бўлиши, ўзгариши ва оптимал тусга келиши табиийдир. Бунда фалсафа ва иқтисодий назария соҳалари олимларининг биргаликдаги ижодий фаолияти бекиёс каттадир.

## **Илова 6. “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” фани бўйича ўқув-методик кўрсатмалар**

### ***1. Умумий талаблар***

“Молия бозори ва қимматли қоғозлар” фани 340000-“Бизнес ва бошқарув” соҳасининг барча бакалаврият йўналишларида тагишли Давлат таълим стандартлари талаблари, ўқув режа ва ўқув дастур асосида ўқитилади. Фанни ўрганиш асосида:

Талаба:

- **молия бозори ва қимматли қоғозлар бўйича тайёргарликка мос замонавий тенденциялари, муаммолари ва истиқболларини ҳамда уларнинг турдош фанлар билан ўзаро алоқасини тушуниши;**

- **фан билан боғлиқ бўлган асосий объектларни, омилларни, ҳодиса ва жараёнларни билиши, уларни илмий-тадқиқ қилиш усулларидан фойдалана билиши;**

- ўрганилаётган объектларга қўйиладиган талабларни таърифлаб беришни удралашни, уларни амалга оширишнинг мавжуд илмий-амалий воситаларини билиши керак.

Бунда талаба:

- **молия бозори ва қимматли қоғозларнинг назарий асослари ва жаҳон амалиёти ҳақида тасаввурга эга бўлиши;**

- **молия бозори ва қимматли қоғозларга оид барча концепциялар, моделлар, усуллар, услублар, йўсинлар, жараёнлар, операциялар, механизмлар ва бошқа воситаларни билиши ва улардан фойдалана олиши;**

- молия бозорларида фаолият юритиш ва қимматли қоғозлар билан операциялар бажариш бўйича кўникмаларига эга бўлиши керак.

## 2. Ўқитиш ва билимларни баҳолаш бўйича тавсиялар

2.1. Ўқитиш жараёнида рационал педагогик технологиялар, ривожлантирувчи ўрганиш ва ижодий фаолият, критик фикрлаш усулларидан фойдаланиш тавсия этилади. Масалан, ақлий атака, кластерларга бўлиш, интерактив, эвристик ва ривожлантирувчи ўқитиш усуллари, ўқитишнинг инфорацион ва телекоммуникацион технологиялари усуллари, ўқитишнинг программалаштириш, креатив, лойиҳавий, муаммовий, инновацион технологиялари ва ҳ.к. усуллари қўллаш.

2.2. Талабалар билимини баҳолашда қуйидаги жадвалда келтирилган методикани қўллаш мумкин.

Жадвал 1.

<b>Балл</b>	<b>Баҳо</b>	<b>Тайёрлаш даражаси</b>
<b>86 – 100</b>	<b>Аъло</b>	Хулосалар қилади ва қарор қабул қилади; ижодий фикр юритади; мустақил таҳлил қилади; амалиётда қўллайди; мазмунини тушунади; билади ва ифодалайди; тушунчага эга
<b>71 – 85</b>	<b>Яхши</b>	Мустақил таҳлил қилади; амалиётда қўллайди; мазмунини тушунади; билади ва ифодалайди; тушунчага эга
<b>55 – 70</b>	<b>Қониқарли</b>	Мазмунини тушунади; билади ва ифодалайди; тушунчага эга
<b>0 – 54</b>	<b>Қониқарсиз</b>	Тушунчага эга эмас, билмайди

2.3. Қуйидаги турларда рейтинг баҳолаш амалга оширилади:

- жорий баҳолаш (ЖБ) икки маротаба амалга оширилади: максимум 42 балл ажратилади;
- Оралиқ баҳолаш (ОБ) икки маротаба амалга оширилади: максимум 43 балл ажратилади;
- якуний баҳолаш (ЯБ): максимум 15 балл ажратилади.

2.4. Талаба билими рейтинг тизими асосида қуйидаги 12 кўрсаткич бўйича баҳоланади:

1. Машғулотларга қатнашиш: ОБ-2 баллгача, ЖБ-3 баллгача.
2. Маърузаларда фаол қатнашиш: ОБ-4 баллгача.
3. Конкрет мавзу доирасида адабиётлар билан ишлаш: ОБ-4 баллгача, ЖБ-4 баллгача.
4. Амалий машғулотларда фаол қатнашиш: ЖБ-8 баллгача.
5. Мавзу бўйича реферат тайёрлаш: ОБ-6 баллгача, ЖБ-4 баллгача.
6. Талабаларнинг илмий викториналарида, конференцияларида, семинарларида маъруза қилиш: ОБ-6 баллгача, ЖБ-4 баллгача.
7. Мустақил таълим доирасида топшириқлар бажариш: ОБ-4 баллгача, ЖБ-5 баллгача.
8. Берилган мавзу бўйича слайдлар, таҳлилий жадвал ва диаграммалар тайёрлаш: ОБ-4 баллгача, ЖБ-4 баллгача.
9. Фан доирасида компьютерли ўқув материаллар ва иш ўйинлари тайёрлашда иштирок этиш: ОБ-4 баллгача, ЖБ-2 баллгача.
10. Илмий мақола тайёрлаш ва нашр қилиш: ОБ-4 баллгача, ЖБ-5 баллгача.

11. Фан бўйича инфор­мацион базани янгилашда иштирок этиш: ОБ-2 баллгача, ЖБ-4 баллгача.

12. Фан бўйича ёзма иш тайёрлаш: ЯБ-15 баллгача.

Ёзма ишга 5 саволгача (улардан бири масала) киритилиши мумкин. Ҳар бир тўғри жавоб 3 баллгача баҳоланади.

### **3. Мустақил таълимнинг қуйидаги шакллари тавсия этиш мумкин:**

1. Дарслик ёки ўқув қўлланмалар бўйича фаннинг ўтилган қисми ёки мавзуларини ўрганиш. Ўрганиш натижалари амалий машғулотларда, коллквиумларда, рефератларда, индивидуал топшириқларда ва ҳ.к. текширилиб баҳоланади.

2. Тарқатма материал бўйича маъруза мавзусини эгаллаш. Тарқатма материал ҳажми – 5...8 бет бўлиши мумкин. Иш натижаси рейтинг-назорат босқичида аниқланади.

3. Автоматлаштирилган ўқитиш ва назорат тизимларида ишлаш (маъруза ва семинар машғулотлари доирасида).

4. Илмий ишлар (адабиётлар) бўйича фаннинг қисмлари ёки мавзуларини ўрганиш. Иш натижаси рейтинг-назорат босқичида аниқланади.

5. Қонуний-меъёрий ҳужжатлар билан ишлаш. Иш натижаси рейтинг-назорат босқичида аниқланади.

6. Кафедранинг илмий-тадқиқот ишлари доирасида фан мавзулари бўйича ишлаш. Иш натижалари индивидуал ижодий ишлар шаклида қабул қилинади.

7. Талабалар илмий тўғараги доирасида фан мавзуларини ўрганиш. Иш натижалари индивидуал ижодий ишлар шаклида қабул қилинади.

8. Фаол ўқитиш усулларини қўллаш асосида ўқув машғулотларини ўташ (иш ўйинлари, дискуссиялар, семинарлар, коллквиумлар ва ҳ.к.). Бунда талабалар томонидан фан бўйича долзарб муаммолар ўрганилади.

9. Фаннинг алоҳида қисмлари бўйича экстернат (мавзулар кафедра томонидан белгиланади). Иш натижалари индивидуал ижодий ишлар шаклида қабул қилинади.

10. Масофали ўқитиш. Интернетни қўллаш.

### **4. “Молия бозори ва қимматли қозғалар” фани бўйича ўқув дастур**

**Фан предмети** молия бозоридаги жараёнлар, молиявий инструментлар билан боғлиқ муносабатлар, уларга таъсир этувчи омиллар.

**Фанини ўрганишдан мақсад** – бўлажак мутахассисларни молия бозорлари соҳаси бўйича ўзлари ва жамиятга фойдали бўлган назарий ва амалий тажрибалар, қонуниятлар, жараёнлар, воситалар мазмун-моҳиятини тушуниб билишга, уларни чуқур ўрганишга, таҳлилий фикр-мулоҳазалар юритиш ва ҳулосалар чиқара олишга ҳамда уларнинг асосида қарорлар қабул қилишга, келажакдаги амалий фаолиятларида самарали қўллаш кўникмаларини ҳосил қилишга ўргатишдан иборат.

**Асосий вазифа** – фан бўйича тасдиқланган ўқув дастур доирасида назарда тутилган мавзуларни ўргатиш.

#### **4.1. Маъруза ва амалий машғулотлар мавзулари\***

##### **Мавзу 1. Молия бозори асослари**

Молия бозорининг мазмуни, иқтисодиётдаги аҳамияти ва ўрни. Молия бозорининг тузилмаси, таркибий қисмлари ва қатнашчилари. Молия бозори таснифи ва турлари тавсифи. *Молия*

бозорига ҳос воқеликлар ривожини шакллантирувчи омиллар. Молия бозорида амалга ошириладиган битишув ва операциялар мазмуни ва турлари. Молия бозорининг иқтисодий модели. Молия бозорининг мувозанат ҳолатини ифодаловчи тузилмавий-функционал моделлари.

### **Мавзу 2. Молия бозори инструментлари ва қимматли қоғозлар**

Молия бозори инструментлари таснифи ва тавсифи. Қимматли қоғозлар таснифи ва тавсифи. *Қимматли қоғозларнинг ҳаёт жараёни цикли*. Базавий қимматли қоғозлар механизми. Ҳосилавий қимматли қоғозлар механизми.

### **Мавзу 3. Молия бозори индикаторлари ва моделлари**

Молия бозори индикаторлари. Жаҳон қимматли қоғозлар бозорлари индекслари. Молия бозорининг жаҳон амалиётидаги моделлари. *Ўзбекистон молия бозорининг модели*.

### **Мавзу 4. Молиявий инструментлар таҳлили**

Молия бозорида инвестициялар даромадлигинини баҳолаш. Фоиз ставкаси ва унинг динамикаси. *Пул оқимларини дисконтлаш*. *Пулнинг вақт мобайнидаги баҳосини ҳисоблаш*. Базавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш. Ҳосилавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш. Фундаментал ва техник таҳлил асослари. Қимматли қоғозларни секьюриметрик таҳлили.

### **Мавзу 5. Молия бозори эмитентлари ва инвесторлари, уларнинг сиёсатлари ва роли**

Эмитентлар, уларнинг сиёсатлари ва *молия бозоридаги роли*. Инвесторлар, уларнинг сиёсатлари ва *молия бозоридаги роли*. Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлиги.

### **Мавзу 6. Молия бозори институтлари, уларнинг фаолияти ва роли**

Суғурта ташкилотларининг молия бозорларидаги фаолияти ва *роли*. Банкларнинг молия бозорларидаги фаолияти ва *роли*. Инвестиция институтларининг молия бозорларидаги фаолияти ва *роли*. Давлат молия институтларининг молия бозорларидаги фаолияти ва *роли*. Халқаро молия институтларининг молия бозорларидаги фаолияти ва *роли*.

### **Мавзу 7. Молия бозори савдо тизимлари, уларнинг фаолияти ва роли**

Молия бозорларининг савдо тизимлари ва *уларнинг иқтисодиётдаги роли*. Биржалар ва уларнинг фаолияти. Электрон савдо тизимлари ва уларнинг фаолияти. Молия маҳсулотларининг чакана савдоси тизимлари.

### **Мавзу 8. Молия бозори рисклари ва инвестицион портфелларни бошқариш асослари**

Молия бозори рисклари, уларни баҳолаш ва бошқариш. Биржавий рисклар. *Инвестицион жараёндаги риск омили*. Инвестицион портфеллар. Инвестицион портфелларни шакллантириш асослари. Инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш асослари.

### **Мавзу 9. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш асослари**

Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш концепциялари. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш институтлари ва уларнинг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш моделлари. *Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишининг жаҳон амалиёти*. *Молия бозори макрорегулятори концепцияси*. Молия бозори транспарентлиги, ундаги ахборот ва ҳисоботлар тизими. Ўзбекистонда молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш механизмлари.

### **Мавзу 10. Жаҳон молия бозорининг замонавий тенденциялари ва муаммолари**

Жаҳон молия бозорининг ривожланиши тенденциялари ва муаммолари (*статистик маълумотлар таҳлил*). Халқаро молия бозорларидаги операциялар (*мавжуд операцияларнинг мазмуни ва схемалари*). Ўзбекистон молия бозорининг жаҳон молия бозорларига интеграциялашуви масалалари.

*Изоҳ:* Курсив билан кўрсатилган мавзулар мустақил ўрганиш учун берилиши мумкин.

**4.2. Тавсия этиладиган реферат мавзулари (кафедра томонидан тасдиқланади):**

1. Молия бозори мазмуни ва функциялари.
2. Молия бозорининг мақсади ва вазифалари.
3. Молия бозорининг иқтисодиётдаги роллари.
4. Молия бозорининг бозор муҳитидаги ўрни.
5. Молиявий инструментлар.
6. Қимматли қоғозлар.
7. Қимматли қоғозларнинг ҳаёт цикли.
8. Молиявий инструмент ва унинг базиси эквивалентилиги.
9. Эмиссияланувчи қимматли қоғозлар.
10. Эмиссияланмайдиган қимматли қоғозлар.
11. Базавий қимматли қоғозлар.
12. Базисли қимматли қоғозлар.
13. Қимматли қоғозлар эмиссияси мақсадлари ва тартиби.
14. Деривативлар эмиссияси.
15. Векселлар.
16. Банк сертификатлари.
17. Ипотекавий қимматли қоғозлар.
18. Интернет-трейдинг.
19. Хусусийлаштириш – Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори катализатори.
20. Молия бозори моделлари.
21. Молия бозорини тартиблаштириш моделлари.
22. Молия бозори макрорегулятори.
23. Техник таҳлил усуллари.
24. Фундаментал таҳлил.
25. Секьюриметрик таҳлил.
26. Фоиз ставкалари.
27. Молия бозорига таъсир этувчи омиллар.
28. Молия бозори операциялари.
29. Молиявий инструментларнинг кўрсаткичлари.
30. Базавий қимматли қоғозларни баҳолаш.
31. Базисли қимматли қоғозларни баҳолаш.
32. Молия бозори индикаторлари.
33. Фонд индекслари.
34. Эмиссион фаолият.
35. Инвестицион фаолият.
36. Дивиденд сиёсати.
37. Молия бозорининг профессионал институтлари.
38. Молия вазирлигининг молия бозорларидаги иштироки.
39. Марказий банкнинг молия бозорларидаги иштироки.
40. Халқаро фонд биржалари.
41. Электрон савдо тизимлари.
42. Биржа операциялари.

43. Халқаро молия институтлари.
44. Тижорат банкларининг молия бозорларидаги операциялари.
45. Суғурта компанияларининг молия бозорларидаги операциялари.
46. Молия бозори рисклари ва уларни баҳолаш.
47. Инвестицион рисклар ва уларни баҳолаш.
48. Биржа рисклари.
49. Спот ва муддатли бозорлар.
50. Бирламчи ва иккиламчи фонд бозорлари.
51. Кредит портфеллари.
52. Қимматли қоғозлар портфеллари.
53. Марковиц модели.
54. Шарп модели.
55. Қимматли қоғозлар бозори транспарентлиги.
56. Эмиссия проспекти.
57. Халқаро ўтгизлик гуруҳи тавсиялари.
58. Молиявий глобаллашув.
59. Молия бозорининг иқтисодий модели.
60. Молия бозорининг функционал-тузилмавий модели.
61. Молия бозорининг тузилмавий мувозанат моделлари.
62. Профессионал фаолият турларини лицензиялаш.
63. Инвестиция институтларининг ҳисобот тизими.
64. Ўзбекистонда депозитар тизим.
65. Клиринг палаталари.
66. Инвестиция компаниялари ва фондлари.
67. Брокерлар, дилерлар ва трейдерлар.
68. Форекс тизими.
69. Нью-Йорк фонд биржаси.
70. Токио фонд биржаси.
72. Лондон фонд биржаси.
73. Франкфурт фонд биржаси.
74. Чикаго биржаси.
75. НАСДАК ва РТС.
76. Ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилотлар.
77. Қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларни солиққа тортиш.
78. Пенсия фондлари.
79. Стратегик ва портфел инвесторлар.
80. Аффиллиор шахслар ва инсайдерлар.

*Изоҳ: реферат мавзулари кафедра томонидан ўқитувчининг таклифи асосида давом эттирилиши мумкин.*

#### **4.3. Тавсия этиладиган адабиётлар ва қонуний-меъёрий ҳужжатлар**

Асосий адабиёт сифатида ушбу дарслик ва адабиётлар рўйхатида келтирилган бошқа манбалар тавсия этилади. Тегишли молия бозори қатнашчиларининг Интернет-сайтларидан,

статистик маълумотлардан, ҳисоботларидан ва иқтисодчиларнинг илмий ишларидан мунтазам фойдаланиш мақсадга мувофиқ.

Молия бозорига оид қонуний-меъёрий ҳужжатларни «Право» ёки «Норма» компьютер программалари ёрдамида ўрганиш тавсия этилади.

#### ***4.4. Ўқув-методик комплекс тўғрисида***

Фан бўйича ўқув-методик комплекс (ЎМК) тузиш ва ундан фойдаланиш тавсия этилади. УМК профессор-ўқитувчи томонидан ҳар йили янгиланиб тузилади, ички ва ташқи тақриздан ўтказилади, кафедра ҳамда институт томонидан тасдиқланади. УМК профессор-ўқитувчи ва кафедранинг фанни ўқитиш бўйича асосий ҳужжатлардан ҳисобланади. УМК қуйидаги қисмлардан иборат бўлиши мумкин: титут, мундарижа, кириш, намунавий ва ишчи ўқув дастурлар, календар режа, технологик харита, қўшимча маърузалар матнлари, амалий машғулотлар матнлари, масалалар ва тпшириқлар, мустақил таълим мавзулари ва режаси, рефератлар мавзулари, тарқатма материаллар, статистик маълумотлар, иш ўйинлари, савол варианлари, курс иши мавзулари, асосий ва қўшимча адабиётлар рўйхати, қўлланилган педагогик ва инфор­мацион технологиялар, баҳолаш рейтинг мезонлари, методик кўрсатмалар.

Электрон шаклдаги УМК ўқитувчи ва кафедра сайтларига киритилади ва барча ундан фойдаланиш имкониятига эга бўлади. УМК профессор-ўқитувчининг интеллектуал мулки ҳисобланади ва қонунда белгиланган тартибда ҳимояланиши таъминланиши зарур.



Шоҳаъзамий Шоҳмансур Шоҳназир ўғли, 1956 йил Тошкент шаҳрида таваллуд топган, 2001 йилдан буён Тошкент молия институти “Қимматли қоғозлар бозори” кафедраси мудир ва фахрий профессори. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2002 йил 4 сентябрдаги №Р-1616-сонли Фармойиши билан иқтисодиёт соҳаси мутахассисликлари бўйича кадрларни тайёрловчи ихтисослашган кафедралар мудирларини аттестациядан ўтказиш бўйича тузилган Давлат аттестацидани муваффақиятли ўтган. Молия тизими ва бозорлари соҳаси бўйича назариётчи олим, педагог ва амалиётчи. Марказий Осиё Давлатлари тадбиркорлари Кенгаши директори (1991-1993 йилларда). Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг “Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш” Бошқармасини бошқарган (1994-1995 йилларда). “General pool” Корпорацияси ва “Капитал инвест”, “Ишонч”, “Бадавлат” Хусусийлаштириш Инвестиция Фондларини бошқарган (1996-2003 йилларда) ҳамда “Realkom” Бошқарувчи компаниянинг кузатув кенгаши раиси (2003-2006 йилларда), “Депозит сервис” Депозитар компаниясининг директорлар кенгаши раиси (1996 йилдан ҳозиргача). Жаҳон банкининг Иқтисодий ривожланиш Институти, ТАСИС, ТЕМПУС дастурлари бўйича малакасини оширган. ЕврОсиё, USAID, ТЕМПУС грант лойиҳаларини бажарган. Молия инжиниринги ва бозорларнинг фундаментал асослари, уларни стратегик ривожлантириш муаммолари, устувор йўналишлари ва механизмлари билан боғлиқ илмий, педагогик ва амалий фаолият юритмоқда, ўн бешдан ортиқ аспирант ва илмий изланувчиларнинг илмий раҳбари. Ҳозиргача системология, бозор ва молия инжиниринги соҳаларига оид икки юзга яқин илмий, оммавий ва ўқув-методик ишлар муаллифи, шу жумладан, 7 илмий монография, 10 дарслик, 5 ўқув қўлланма, 7 муаллифлик гувоҳномаси, 15 Давлат таълим стандарти, 120 намунавий ўқув дастур, 8 илмий иши чет элда чоп этилган, патент ва муаллифлик гувоҳномаларига эга. Ўзбекистонда молия инжиниринги ҳамда бозорлардаги фаолият



ва операциялар соҳаларининг асосчиси. Лицензияга эга юқори малакали инвестиция маслаҳатчиси, молия инженери, 1995-2007 йиллар давомида Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори учун уч мингдан ортиқ сертификатланган профессионал мутахассисларни тайёрлаган.