

336

336(00)

Sh. 82

O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI
OLIV VA O'RTA MAXSUS TA'LIM VAZIRLIGI

TOSHKENT MOLIYA INSTITUTI
HUZURIDAGI MOLIYA-BANK XODIMLARINING
MALAKASINI OSHIRISH VA ULARNI QAYTA TAYYORLASH
TARMOQLARARO INSTITUTI

SHOHA'ZAMIY SHOHMANSUR
SHOHNAZIR O'G'LI

MOLIYA BOZORI VA QIMMATLI QOG'OZLAR

340000 – «Iqtisodiyot va boshqaruv» sohasining barcha bakalavriat
ta'lim yo'nalishlari uchun

2033522

DARSLIK

Toshkent Axborot Texnologiyalari Universiteti
302257
Axborot Resurs Markazi

TOSHKENT – 2012

42716

336 (575.1)/045

UDK: 321.66+68.3
KBK 66.060.5
Sh84

Финансовый
Ценные бумаги

Sh84 Shoha'zamiy Sh.Sh. Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar.
/Darslik.-T.: «Fan va texnologiya», 2012.- 440 b.

Ushbu kitob «Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fanini o'rganishga bag'ishlangan. Darslik materiallari jahon tajribasiga asoslangan tarzda mantiqiy ketma-ketlikda yozilgan. Bu materiallar o'rganilayotgan fan mavzulari asoslarini batafsil yoritib bergan holda o'quvchining moliya bozorida va qimmatli qog'ozlar bilan ishlashning nazariy va amaliy asoslarini egallashga ko'maklashadi. Darslikning asosiy g'oyasi moliya bozori va qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi umumlashgan tasavvurni beruvchi materiallarni o'rganishga qaratilgan.

Шохаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. /Учебник.-Т.: «Fan va texnologiya», 2012.- 440 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.

Shoha'zamiy Sh.Sh. Financial market and securities./Textbook.-T.: «Fan va texnologiya», 2012.-440 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.

O'zbekiston Respublikasi Oliy va o'rta maxsus ta'lim vazirligi tomonidan «Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fanidan darslik sifatida tavsiya etilgan (O'quv adabiyotining nashr ruxsatnomasi vazirlikning 2009 yil 27 oktyabrdagi 373-sonli buyrug'iga asosan berilgan, ro'yxatga olish raqami 373-112).

Taqrizchilar: M.Sharifno'jaev – O'zbekiston Respublikasi Oliy Majlisi Senatining senatori, Akademik, i.f.d., professor; A.V.Vahobov – O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi rektori, i.f.d., professor; N.J.Husanov – O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi Boshqarmasi boshlig'i, i.f.n.

ISBN 978-9943-10-644-4

© «Fan va texnologiya» nashriyoti, 2012.

*Непрерывно и неустанно
учиться, познавать, обретать
знания для того, чтобы логико-
рационально мыслить
системно и принимать
прагматичные решения,
целенаправленно превращать
знания в нарастающий
капитал, общественную
ценность и благосостояние!*

Шоҳмансур Шоҳаъзамий

*Uzluksiz va tinimsiz
o'qish, tushunib bilim
orttirish – bu mantiqiy-
ratsional tizimli fikrlash va
pragmatik qarorlar qabul
qilish, olingan bilimlarni
maqsadli ravishda o'sib
boruvchi kapitalga, jamiyat
boyligiga va farovonlikka
aylantirish uchun zarur!*

Shohmansur Shoha'zamiy

KIRISH

O'zbekistonda olib borilayotgan keng ko'lamli islohatlar mamlakatda ijtimoiy yo'naltirilgan bozor iqtisodiyotiga asoslangan demokratik jamiyat qurishga qaratilgan bo'lib¹, ularning asosiy mahsullaridan biri tez sur'atlar bilan rivojlanayotgan milliy moliya bozori hisoblanadi.

Milliy moliya bozorining iqtisodiyotdagi ahamiyatini oshirish muammosi iqtisodiyotni modernizatsiyalash, barqaror industrial va iqtisodiy o'sishni ta'minlash, inflyasiyani pasaytirish maqsadida investitsiyalarni jalb qilish zarurligidan kelib chiqadi. Ushbu muammoni samarali echimi moliya bozorining raqobatbardoshligi va havfsizligi, barqarorligi va likvidligi, investorlar uchun jalbdorligi va risksizligi darajasini ta'minlash bilan uzviy bog'liq. Bunda turli tashqi va fundamental ichki omillar ta'sirini hisobga olish muhim hisoblanadi. Mavjud omillar ichida doimo e'tiborga moyillaridan biri malakali kadrlar omilidir. Chunki «Faqat malakali kadrlar moliya bozori muammolarini hal qila oladilar» degan shior hamisha dolzarbligicha qolmoqda. Bu shior ayniqsa O'zbekiston moliya bozori uchun katta ahamiyatga ega bo'lganligi sababli, ushbu darslikni yozishga jazm etildi.

«Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fanini o'rganishdan maqsad – bo'lajak mutahassislarni moliya bozorlari sohasi bo'yicha o'zlari va jamiyatga foydali bo'lgan nazariy va amaliy tajribalar, qonuniyatlar, jarayonlar, vositalar mazmun-mohiyatini tushunib

¹ Riskiev T.T., G'ulomov S.S., Shoha'zamiy Sh.Sh. va boshq. Istiqloq, demokratiya va fuqarolik jamiyati.-T.: Sharq, 2003.-160 b.

bilishga, ularni chuqur o'rganishga, tahliliy fikr-mulohazalar yuritish va xulosalar chiqara olishga hamda ularning asosida qarorlar qabul qilishga, kelajakdagi faoliyatida samarali qo'llash ko'nikmalarini xosil qilishga o'rgatishdan iborat.

Darslik materiallari jahon tajribasiga asoslanib mantiqiy ketma-ketlikda yozilgan. Bu materiallar o'rganilayotgan fan mavzulari asoslarini batafsil yoritib bergan holda o'quvchining moliya bozorida va qimmatli qog'ozlar bilan ishlashning nazariy va amaliy asoslarini egallashga ko'maklashadi. Mavzular turdosh fanlarga bog'langan holda yoritilgan. Darslikning asosiy g'oyasi moliya bozori va qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi umumlashgan tasavvur va amaliy ko'nikmalarni beruvchi bilimlarni berishga qaratilgan bo'lib, fan bo'yicha o'quv reja va o'quv darsturga mos keladi.

Ushbu darslik fan bo'yicha jahon va O'zbekiston tajribasiga hamda muallifning ilmiy va amaliy faoliyati natijalariga asoslangan bo'lib, o'hshash nomda avval rus tilida nashr etilgan ikki jildli kitobining o'zbek tilida takomillashtirilgan, qayta ishlangan va yangilangan navbatdagi ilmiy-pedagogik ishi hisoblanadi. Bunda muallifning yangicha kengaytirilib va to'ldirib berilgan g'oyasi – moliya bozorida talab va taklif hajmlarining barqaror va muvozanatda o'zaro mutanosiblikda, umuman garmoniyada, o'sishi undagi faoliyat yurituvchi institut(ishtirokchi)larning barqaror va o'zaro mutanosiblikda, umuman, garmoniyada, rivojlanishini anglatadi, o'z navbatida moliya bozori ishtirokchilarining bunday rivojlanishi undagi talab va taklif hajmlarining barqaror va muvozanatda o'zaro mutanosiblikda, umuman garmoniyada, o'sishini bildiradi – nazariy va empiric asoslangan. Bu g'oya asosida iqtisodiy sistemologiyaning regulyativ ekvivalentlik tamoyili² yotadi, ya'ni unga ko'ra, moliya bozori faoliyati va unda moliyaviy instrumentlar vositasida bozor munosabatlarida bo'luvchi iqtisodiyot sub'ektlarining ishlab chiqarish va takroran ishlab chiqarish jarayonlari natijalari o'zaro regulyativ bog'liqlikda va ekvivalent bo'ladi. Bunda muallifning avval chop etilgan kitoblarida keltirilgan tegishli materiallardan foydalanish ham tavsiya etiladi.

Mazkur darslik «Iqtisodiyot va boshqaruv» sohasining barcha bakalavriat ta'lim yo'nalishlari bo'yicha o'qiyotgan talabalar uchun mo'ljallangan. Shu bilan birga darslik moliya, kredit, soliq va hisob sohalari yo'nalishlari bo'yicha malaka oshirish va qayta tayyorlash muassasalari o'quv jarayo'nlarida qullanilishi mumkin.

² Шохдэзямий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. - Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-421 с.

I bob. MOLIIYA BOZORI ASOSLARI

1.1. Moliya bozorining mazmuni, iqtisodiyotdagi ahamiyati va o'zni

Moliya bozorining mazmun-mohiyati, konseptual tushunchalar

Ma'lumki, moliya-kredit sohasi bozor iqtisodiyotidagi transaksiyalarga xizmat ko'rsatish, moliyaviy resurslar (jamg'armalar)ni jamlash, taqsimlash, boshqarish va qayta taqsimlash hamda ularni nazorat qilish funktsiyalarini bajaruvchi murakkab tizimdir. Bunda moliya bozori moliya-kredit sohasi (tizimi)ning alohida bo'g'ini bo'lib, u orqali moliyaviy resurslar moliyaviy vositalar (instrumentlar) yordamida talab va taklif asosida qayta taqsimlanadi. Shuning uchun moliya bozorini moliyaviy instrumentlar bo'yicha talab va taklif funktsiyasi deb atash mumkin. Unda iqtisodiyot sub'yektlari o'z maqsadlari va funktsiyalari ila moliyaviy instrumentlar yordamida bozor munosabatlariga kiradilar.

Moliyaviy instrument – bu, umuman olganda, real mulk, mulkiy huquq yoki maxsus huquq shaklidagi bazisga ekvivalent (“egiz-analog”, o'hshash) qiymatga va narxga, parametr va xossalarga ega bo'lgan, maxsus iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizm bilan ta'minlangan, faqat o'ziga xos moliya bozoridagi munosabatlarni belgilovchi, moliyaviy resurslarni samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishini ta'minlovchi, riskli va muayyan hollarda ma'lum ko'rinish(dividend, foiz stavka, diskonta, kurs tafovut)larda daromad keltiruvchi vosita sifatida, har hil turlarda, shakl va mazmunlarda namoyon bo'ladigan riskli mulk (mulkiy huquq) ham kapital, aktiv va fond boyiligi ham to'lov vositasi ham moliya bozori tovaridir. Moliyaviy instrumentning (kreditlar, lizing, depozitlar, valyuta, qimmatli qog'ozlar, sug'urta va pensiya polislari, derivativlar va boshqa turdagi moliyaviy mahsulotlar) moliyaviy tovariligi xossasi uni boshqa turdagi tovarlardan (ko'chmas va intellektual mulk, hom ashyo va shu kabilar) farqli kimningdir (iqtisodiyot sub'yektlari) tomonidan chiqarilishi, o'ziga xos moliya bozorida muomalada bo'lishi, unda maxsus funktsiyalarni va rolni bajarishi bilan belgilanadi.

Har qanday moliyaviy instrument o'z mazmuni, xossa va xususiyatlariga hamda moliya bozoridagi segmentiga ega. Masalan, pul

va uni tovar toifasiga aylantiruvchi instrumentlar (kredit, chek, kartochkalar va h.k.) muomalasi uchun ularga xos bo'lgan moliya bozori segmentlari – mos ravishda pul bozori va kreditlar bozori va h.k. zarur, valyuta uchun valyuta bozori, sug'urta risklarini boshqarish xizmatlari uchun sug'urta polislari bozori, qimmatli qog'ozlar uchun esa faqat fond bozori kerak.

Demak, moliyaviy instrumentlar o'z bozorida moliyaviy resurslar jarg'armachilardan iste'molchilarga tomon va aksincha yo'nalishda harakat qilishini ta'minlovchi vosita.

Insonlarning ilk bozor munosabatlari tarixiga nazar tashlansa, bozor odamlar o'rtasidagi boyliklarni natural tovar sifatida maqsadli va o'zaro manfaatli tarzda oddiy almashinuvi jarayonidan boshlangan. Hozirga kelib bozor alohida nazariyasiga va faoliyat mexanizmiga ega, yuqori darajada tartiblashgan murakkab infratuzilma shaklida namoyon bo'luvchi dinamik muhitga aylangan bo'lib, zamonaviy iqtisodiyot rivojini obyektiv belgilaydi. Bozorning dinamik muhit ekanligi unda tovarlar hajmi va ularning bahosi vaqt birligi ichida talab va taklif asosida uzluksiz jarayon sifatida o'zgarib borib shakllanishi bilan belgilanadi. Bunda bozorning eng yuqori darajada rivojlangan turi moliya bozori hisoblanadi.

Iqtisodiyotning rivojlanishi tarixiga nazar tashlansa, moliya bozorini insoniyat jamiyatida pulning paydo bo'lishi va u bilan bog'liq bozor munosabatlari amalga oshirila boshlashidan shakllanishini ko'rish mumkin. Asrlar davomida moliya bozori, uning mazmuni va unga oid tushunchalar shakllanib va uzluksiz rivojlanib kelmoqda. Bunga sabab, inson sivilizasiyasining moliya sohasidagi tajribasini boyishi, unda shaxslarning (yuridik va jismoniy) moliyaviy munosabatlari va qiziqishlari kengayib, maqsadlari va faoliyat turlari ortib, manfaatlari tobora o'sib, ularning xaq-huquqlari borgan sari mustahkamlanib va ta'minlanib borishidir.

Hozirda moliya bozori yuqori darajada tashkillashgan va uzluksiz rivojlanayotgan, borgan sari jahon miqyosida globallasib borayotgan alohida bir butun va o'z muhitiga ega munosabatlar va institutlar (qatnashchilar) majmuasi sifatida namoyon bo'luvchi murakkab tizim ekanligi aniq bo'lmoqda. Bunda moliya bozorlari na faqat milliy iqtisodiyot rivojini, balki global iqtisodiyot rivojini ham belgilamoqda. Bunga tasdiq sifatida iqtisodiy o'sish, investitsiyalar va moliya bozorning o'zaro bog'liqligini keltirish mumkin (1-ilovaga qaralsin).

Moliya bozorining mazmun-mohiyati quyidagi konseptual tushuncha va qonuniyatlar asosida belgilanadi.

Moliya bozorini, quyidagicha ta'riflash mumkin: *moliya bozori* – bu moliya-kredit sohasining tarkibiy qismi bo'lib, real bazisiga ekvivalent moliyaviy instrumentlar (kreditlar, lizing, depozitlar, valyuta, qimmatli qog'ozlar, sug'urta va pensiya polislari, derivativlar va boshqa turdagi moliyaviy mahsulotlar) bilan bog'liq tashkillashgan iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizm bilan ta'minlangan munosabatlarni iqtisodiyot sub'yektlari tomonidan maqsadli amalga oshirilishi uchun zaruriy bozor sharoitlarini yaratib beruvchi majmua sifatida namoyon bo'luvchi tizim. Boshqacha qilib umumlashtirib ayitilsa, moliya bozori – moliyaviy instrumentlar bo'yiicha talab va taklif funktsiyasi hamda ular vositasida jamg'armalarni investitsiyalarga transformatsiyalanishi uchun zaruriy shart-sharoitlar va qulay (S-I)-muhitni va umuman [(S-I)+N]-muhitni³ ta'minlab beruvchi, faoliyati maxsus iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizm bilan ta'minlangan va tartibga solinuvchi murakkab tizim – moliya-kredit tizimining alohida bo'g'ini (tarkibiy qismi). Ushbu tizim mexanizmi iqtisodiyotning barcha sub'yektlari tomonidan ularni har birining alohida manfaatli maqsadlari doirasida harakatga keltiriladi.

Moliya-kredit sohasi tarkibiga davlat va munisipal moliya, korporativ moliya (moliyaviy va nomoliyaviy institutlar moliyasi) va moliya bozorlari kiradi. Uning iqtisodiy tuzilmasiga quyidagi bozorlar kiradi:

1) *pul bozori:*

- qisqa muddatli kreditlar bozori;
- qisqa muddatli depozitlar bozori;
- qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar bozori;
- valyutalar bozori;
- repo bozori;
- qisqa muddatli derivativlar bozori;

2) *kapitallar bozori:*

- o'rta va uzoq muddatli kreditlar bozori;
- o'rta va uzoq muddatli depozitlar bozori;
- o'rta va uzoq muddatli qimmatli qog'ozlar bozori;

³ Moliya bozori yordamida jamg'armalar shakllanadi (akkumulyatsiyalanadi) va ular samarali investitsiyalarga transformatsiyalanib yana jamg'armalarga aylanadi. Aynan investitsiya siyosati bilan boshqariluvchi shu davriy transformatsion jarayonni jamg'armaviy-investitsion muhit, ya'ni (S-I)-muhit, deb atalsa bo'ladi. Ushbu siyosat innovatsion siyosat bilan bog'langanda mos ravishda (S-I)-muhit va innovatsion muhit uyg'unligi (integratsiyasi), ya'ni [(S-I)+N]-muhit (bunda N – innovatsiya, novatsiya mazmunini bildiradi), vujudga keladi.

- investitsiya, hayriya va boshqa turdagi fondlar bozori;
- sug'urta bozori;
- pensiya bozori;
- o'rta va uzoq muddatli derivativlar bozori;
- tuzilmashtirilgan moliyaviy mahsulotlar va shu kabilar bozori.

Umuman olganda, moliya bozori tushunchasi tovarlarning boshqa turlari (masalan, neft, oltin va boshqa turdagi hom-ashyolar, xizmatlar, ko'chmas mulk va boshqalar) bozorlari tushunchasi o'rtasida ma'lum o'hshashlikni sezish mumkin. Lekin har qanday bozorni u yoki bu belgi asosida tasniflanishining mazmuni uning tovar xususiyatlari bilan bog'liq holda amaliy ahamiyati bilan belgilanishini hisobga olsak hamda, agar ko'rilayotgan bozor turlaridagi tovarlarni xususiyati, kelib chiqishi va ularning bozor muomalasini bir-biri bilan taqqoslaydigan bo'lsak, albatta sezilarli farq namoyon bo'ladi. Masalan, ishlab chiqariladigan tovarlar muomalasi uchun ularga xos bo'lgan bozor zarur, qimmatli qog'ozlar uchun esa faqat fond bozori, pul (valyuta) va kreditlar uchun – mos ravishda pul bozori va kreditlar bozori bo'lishi kerak va h.k. Bunda real tovar, moliya instrumentlaridan farqli, bir yoki bir necha marotaba oldi-sotti bo'ladi, qimmatli qog'ozlar esa cheklanmagan martta oldi-sotti bo'lishi mumkin. Umuman olganda tovar kimningdir tomonidan ishlab chiqariladi, moliyaviy instrument (jumladan qimmatli qog'oz) esa muomalaga chiqariladi.

Bunda aytish zarurki, har qanday tovar bozori (jumladan moliya bozori va uning tarkibidagi qimmatli qog'ozlar bozori) unga mos keluvchi xizmatlar bozoriga ham ega bo'lib, bu bozorlar o'zaro ekvivalent va bog'liqlikda tartibli faoliyat yuritadigan yaxlit ixtisoslashgan infratuzilmani tashkil etadi.⁴ Ularning bunday tartibli faoliyati regulyator vositasida amalga oshiriladi. Zero bu bozorlarning biri o'zlarining tovari bo'yicha obyektiv narxlarni shakllantirib belgilayadi va ikkinchisi (xizmatlar bozori) adolatli bozor qiymatlarini ekspert baholaydi.

Moliya bozori har qanday mamlakatning umumiy bozorini tarkibiy, ammo, asosiy va alohida qismidir. Lekin, moliya bozori real tovarlar bozori bilan bog'liqdir. Bunda moliya bozori real iqtisodiyot va tovar bozorining ustqurmasi sifatida namoyon bo'lishi bilan birga tovar bozori va iqtisodiyotni moliyaviy ta'minlaydi va muvofiqlashtiradi, umuman iqtisodiyotning obyektiv holatini ifodalaydi va rivojlanishini belgilaydi.

⁴ Mazkur fikrning mazmuni va tasdig'i 1.8-paragrafda batafsil berilgan.

Biznes sub'yektlarining asosiy maqsadlaridan biri foyda olish bo'lganligi uchun undagi har qanday faoliyat kapitalni orttirish sohasi bo'lishi zarur. Shu munosabat bilan har qanday bozor – bir vaqtning o'zida kapitallarga qo'yilmalar uchun mo'ljallangan bozor hamdir.

Pul mablag'lari tovarning har qanday turiga (jumladan qimmatli qog'ozlarga) qo'yilishi (yo'naltirilishi) mumkin. Buning barcha holatlarida yo'naltirilgan pul mablag'lari vaqt mobaynida o'z orttirmasiga (yoki zarariga) ega bo'lishi, ya'ni foyda yoki zarar keltirishi mumkin. Ammo, bu holatlarning barchasida boshlang'ich pul mablag'ini jamg'arish (topish) jarayoni mavjud emas, har qanday kapitalga pul mablag'ini qo'yish uchun boshlang'ich jamg'armaga ega bo'lish yoki topish imkoniyatini bermaydi.

Boshqa sohalardan farqli moliya bozori esa ushbu imkoniyatni beruvchi, uning uchun zaruriy shart-sharoitlarni yaratuvchi muhit, alohida iqtisodiy-huquqiy mexanizm bilan ta'minlangan, institutlari (qatnashchilari) va ularning moliyaviy instrumentlar bilan bog'liq munosabatlari majmuasi sifatida namoyon bo'luvchi tizimdir. Aynan shu va yuqorida aytilganlar bilan moliya bozori boshqa turdagi bozorlardan keskin farq qiladi.

Moliya bozori o'z ichiga quyidagi segmentlarni oladi:

- kredit (bank va boshqa kredit tashkilotlari kapitallari, lizing) va depozitlar bozori;
- qimmatli qog'ozlar bozori;
- valyuta bozori;
- oltin va valyutada ifodalangan (unga tenglashtirilgan) avuarlar (qimmatbaho metall va toshlar, kamyob elementlar, san'at asarlari va h.k.) bozori;
- sug'urta va pensiya fondlari bozori, lotereya o'yinlari instrumentlari bozori.

Moliya bozori iqtisodiyotda quyidagilar mavjud bo'lgandagina samarali faoliyat ko'rsatishi mumkin:

- effektiv (samarali) mulkchilik tizimi⁵;
- investitsiya uchun mo'ljallangan yetarli jamg'armalar (moliyaviy resurslar, mablag'lar) va iqtisodiy-huquqiy mexanizm bilan ta'minlangan moliyaviy instrumentlar.
- talab va taklifni obyektiv mutanosibligi;
- moliya bozori infratuzilmasini samarali faoliyati;

⁵ Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капиталы торжествуют на Западе и терпят поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.

- bozor qonunlari, tamoyillari va qonunchiligining hukm surishi;
- moliyaviy barqarorlik, raqobatbardoshlik va xavfsizlik, risklarni bashoratlilikligi.

Moliya bozorida moliyaviy resurslar jarg'armachilardan iste'molchilarga tomon va aksincha yo'nalishda harakat qiladi. Bunda jamg'armalar investitsiyalarga transformasiyalanadi (aylanadi).

Moliya bozorida resurslar harakati quyidagi omillarga bog'liq:

- bozorning daromadlilik darajasi;
- bozorni soliqqa tortish shart-sharoitlari;
- kapitalni yo'qotish yoki nazarda tutilgan foydani ololmaslik riski;
- bozorni samarali institutsional va funktsional tashkillashgani;
- bozorni samarali muvofiqlashtirilganligi va nazorat qilinishi;
- moliyaviy instrumentlarning real bazis bilan ta'minlanganligi va shu asosda iqtisodiyot va moliya bozorini ekvivalentligi;
- jamiyatning mentaliteti va tanlab olgan rivojlanish modeli;
- makro- va mikroiqtisodiy barqarorlik;
- tashqi omillar va hodisalarning bozorga ta'siri va boshqalar.

Ushbu omillar (tashqi va ichki fundamental omillar) moliya bozorida voqeliklar (jarayonlar, hodisalar) rivojini shakllantiradi. Ular to'g'risida ushbu bobning 1.4 paragrafidan alohida to'htalib o'tamiz.

Samarali (effektiv) moliya bozori bo'sh kapitalning adekvat hajmini va mamlakatning iqtisodiy o'sishini ta'minlash uchun zarurdir. Agarda, puldan boshqa moliyaviy resurslar bo'lmaganda edi, bozor sub'yektlari o'zlarining jamg'armalari hajmidan oshmagan miqdordagina investitsiya qilishlari mumkin bo'lardi, bu esa ularning investision faolligi cheklanganligidan dalolat beradi va kapitalni nooptimal (samarasiz) ishlatilishiga olib kelardi. Natijada bozor sub'yektlari uchun investitsiya qilish variantlari kam bo'lganligi munosabati bilan ularda mablag'larini akkumulyasiya qilishdan boshqa imkoniyat qolmasdi. Bu esa moliyaviy instrumentlarni bozor muomalasiga chiqarishning afzalligini va moliya bozorining iqtisodiyotdagi ahamiyatini ko'rsatadi. Muhimi shundaki, erkin iqtisodiyotning qonunlari ta'siri ostida moliyaviy kapitalning (instrumentlarning) samarali, operativ va likvid muomalasi uchun obyektiv moliya bozori muhiti shakllanadi va rivojlanadi. Bu muhit evaziga iqtisodiyot samarali monetizasiyalashadi, real mulk va tovarlar pul yordami va o'lchamida erkin moliyaviy instrumentlarga transformasiyalanib, moliya bozorida ularning obyektiv narxi shakllanadi, natijada iqtisodiyot qonunlariga asoslangan moliyaviy resurslar bilan bog'liq investision faollik rivojlanadi va iqtisodiy o'sish

ta'minlanadi. Aytish joizki, pul ham kapital sifatida qimmatli qog'ozga va kreditga transformasiyalanib bozor muomalasida bo'lishi mumkin.

Aynan yuqorida aytilganlarning asosida moliya bozori alohida bozor muhiti sifatida effektivlik darajasiga erishadi. Bunda moliyaviy instrumentlar o'z real moliyaviy bazisi va maxsus iqtisodiy-huquqiy mexanizm bilan ta'minlanganligi tushuniladi.

Moliya bozorining yuqori darajada tashkillashganligi uning alohida faoliyat mexanizmi bilan belgilanadi. Bu mexanizm iqtisodiyotning qonun va kategoriyalarini to'liq amal qilishi negizida (4-ilovaga qaralsin) va davlatning regulyativ siyosati asosida moliya bozorining barcha qatnashchilarini bevosita ishtiroki natijalari bilan belgilanadi, davlat va iqtisodiyot sub'yektlari tomonidan birgalikda harakatga keltiriladi.

Moliya bozorining xossalari quyidagilardan kelib chiqadi:

- moliyaviy instrumentlar va ular bo'yicha iqtisodiy-huquqiy munosabatlarni ta'minlovchi tashkillashgan murakkab infratuzilmaga (institutsonal va funktsional tuzilmaga) va faoliyat mexanizmiga ega dinamik tizim;

- ochiqlik, teng imkoniyat, erkin raqobat, obyektiv bozor bahosi, risklilik, omillar va voqeiklarni (jarayonlarni) o'lchamliligi (tahlil qilinishi, baholanishi va prognozlanishi mumkinligi);

- moliyaviy instrumentlarning monetizasiyalashgan real bazis va sifat bilan ta'minlanganligi, standartlashganligi va unifikasiyalanganligi;

- bozor va uning qatnashchilarini transparentliligi (informatsion shaffofligi);

- moliyaviy instrumentlarning optimal hajmi va obyektiv narxlarini real talab va taklifdan kelib chiqqan holda shakllanishi;

- moliyaviy instrumentlarning erkin muomalasi industriyasi uchun bozor infratuzilmasi bilan ta'minlanganligi;

- bozor qatnashchilarining biznes quvvati potentsiali (sifat parametrlari darajasi miqdori bo'yicha);

- bozorni tartiblashtirilganligi (muvofiqlashtirilishi va nazorat qilinishi darajasi bo'yicha).

Moliya bozorining muhim xossalari quyidagilar kiradi: bozor geografiyasi kengligi va chegaralari, bozorning tashkiliy modeli parametrlari, bozorni raqobatbardoshligi va havfsizligi darajasi, bozorning risklilik darajasi, bozorning jalbdorligi, bozorning egiluvchan moslashuvchanligi daradasi, bozorni iqtisodiyotga

ekvivalentlilik darajasi, bozorning funksiyalarini bajarishi darajasi, bozorni omillarga ta'sirchanligi darajasi. Sanab o'tilgan xossalar moliya bozori muhitining quvvat potentsialini belgilaydi va rivojini shakllantiradi. Ya'ni, moliya bozori muhitining quvvat potentsiali darajasi – bosh (integral) xossa sifatida – moliya bozorining sanab o'tilgan xossalari darajasi miqdori bilan belgilanadi va baholanadi.

Moliya bozori muhiti tabiatan yuqorida keltirilgan xossalar va o'zaro bog'langan unsurlar bilan to'ldirilgan qandaydir tizimli fazo (efir) deb qaralsa, unda u ilmiy nuqtai nazardan ma'lum bir quvvat potentsialiga ega bo'ladi. Moliya bozorining quvvat potentsiali uning unsurlarini (asosan qatnashchilarini) muhit ichida o'z manfaatleri maqsadida (yo'lida) qandaydir kuchlanish bilan ta'sir etuvchi kuchi miqdori bilan ifodalashi mumkin. Bozor qatnashchilarining manfaatleri bir-biriga zid bo'lganligi munosabati bilan bozorda ma'lum sharoitlarda kuchlar muvozanati vujudga keladi, ya'ni moliya bozorida talab va taklifning muvozanat holati paydo bo'lishini kuzatish mumkin. Odatda, bu muvozanat qisqa vaqtdan so'ng tez buziladi. Masalan, bozorda xaridor arzonga olishni hohlaydi, sotuvchi esa qimmatroqqa sotishga harakat qiladi. Pirovardida, ikkala taraf muayyan vaqtda kopromissga keladi, natijada vaqtinchalik manfaatlar muvozanati vujudga keladi. Lekin vaqt o'tgach, bozor quvvati potentsiali o'zgarishi bilan tarafklar manfaati ham o'zgaradi, natijada yangi muvozanat (kompromiss) holatiga zamin paydo bo'la boshlaydi va h.k. Umuman olganda bozor tendentsiyasi to'liqinsimon spekuliyativ sakrashlar tusini oladi. Moliya bozorining bu xususiyati ayniqsa qimmatli qog'ozlar segmentida (bozorida) kuchli namoyon bo'ladi. Moliya bozorining ushbu xususiyati uni hom-ashyo va boshqa turdagi tovar (jumladan xizmatlar) bozorlaridan farqlaydi. Bunga sabab, tovar va hom-ashyo bozorlaridagi taklif ishlab chiqarishga bog'liq, talab esa iste'molga bog'liq. Lekin, taklif talabdan kelib chiqadi va aksincha, talab taklifdan kelib chiqadi, ya'ni ular bir-birida mujassamlanib, sabab-oqibatiy bog'liqlikda bo'ladi.

Shunday qilib, yuqoridagilarning barchasi moliya bozorining mazmuni va xususiyatlarini ifodalaydi.

Moliya bozorining iqtisodiyotdagi ahamiyati va o'rni

Moliya bozorining bozor munosabatlari tizimidagi ahamiyati uni tomonidan quyidagi qulay sharoitlarni ta'minlanishi bilan bog'liq asosiy vazifalari asosida belgilanadi:

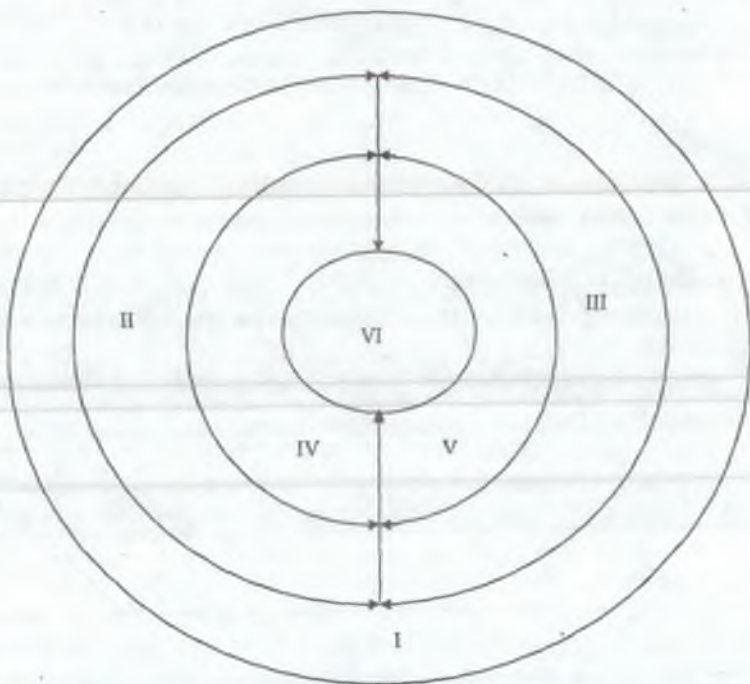
- iqtisodiyotning real sektoriga investision moliya resurslarni samarali jalb qilinishi;

- kapitalni samarasiz tarmoqdan samaralisiga qayta taqsimlanishi;
- davlat byudjetiga xizmat ko'rsatishi, uning kamomadini (defisitini) qoplash uchun pul mablag'larini samarali jalb qilinishi;
- iqtisodiyotning holatini aniq bozor indikatorlari yordamida baholanishi;
- inflyasiya sur'atlari (templari) va valyuta kurslari o'zgarishiga operativ ta'sir ko'rsatilishi;
- davlatning kredit-pul va byudjet-soliq siyosatini obyektiv va mutanosiblikda olib borilishi;
- mulkka egalik huquqini ishlab chiqarish vositalariga qayta taqsimlanishi;
- jahon globallashuvi jarayonlariga milliy iqtisodiyotni integrallashuvi.

Moliya bozorini mamlakatning umumiy bozori muhitidagi o'rni 1.1.1-rasmda ko'rsatilganidek ifodalash mumkin. Unda mos ravishda tashqi aylanma bilan ko'rsalilgan yuza I - umumiy bozor muhitini (fazosini), II-chi va III-chi – yuzalar qisqa va o'rta-uzoq muddatli birjadan tashqari moliya instrumentlari bozorlari muhitini, IV-chi va V-chi yuzalar qisqa, o'rta va uzoq muddatli birjadan tashqari qimmatli qog'ozlar bozorlari muhitini, VI-chi yuza (yadroviy fazo) fond birjasi muhitini ifodalaydi.

Ta'kidlash joizki, VI-yuza eng yuqori darajada tashkillashtirilgan va obyektiv narx-navo bozor muhiti hisoblanadi, I-chi yuza esa uning aksidir. Bunda I-chi va II-chi yuzalar oralig'idagi halqa hubfiya bozorni anglatadi. Sezish mumkinki, o'ta rivojlangan hususiy mulkchilik tizimi sharoitida⁶ moliya bozorining yuqori darajada rivojlantirish, atribut va unsurlarini yuqori quvvat potentsialiga erishtirish evaziga hubfiya bozor hajmi qisqarishi mumkin (bunga industrial rivojlangan mamlakatlarning, masalan, AQSh, Germaniya, Yaponiya, moliya bozorlari misol bo'la oladi). Ushbu model (1.1.1-rasm) moliya bozorining umumiy bozor muhitida joylashgan o'rni yaqqol ifodalagan holda, uni iqtisodiyotda markaziy o'ringa egaligini anglatadi. Chunki moliya bozori orqali iqtisodiyotning barcha sub'yektlari o'zaro bog'langan bo'lib, ularning har biri o'zining manfaati maqsadida moliyaviy instrumentlar yordamida iqtisodiy-huquqiy munosabatlarni amalga oshiradi.

⁶ Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире /Пер с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-сс.3-270; Шохазамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-сс.3-850.



1.1.1-rasm. Moliya bozorini mamlakatning umumiy bozori muhitidagi o'rnini ifodalovchi model

Moliya bozorining iqtisodiyotdagi funktsiyasi asosida uning o'rnini va rolini makroiqtisodiy pozitsiyadan ko'rish muhim ahamiyatga ega.

Ma'lumki, mamlakatda tayyor mahsulotlarning (xizmatlarning) umumiy taklifi (Y) harajatlar komponentlari orqali topilishi mumkin, ya'ni $Y=C+I+X-M+TR$. Ushbu ifodadagi parametrlarni quyidagicha belgilab olamiz: $C+I=A$ (absorbtsiya), $Y-C=S$ (milliy jamg'armalar), $X-M+TR=CAB$ (mamlakatning joriy to'lov balansining hisobi). Natijada, quyidagi ifodalarni olish mumkin: $Y-A=S-I$ va $S-I=CAB$.

Bu tengliklar mamlakatda daromadlar va harajatlar o'rtasidagi ichki makroiqtisodiy disbalansni tashqi disbalans bilan bog'liqligini bildiradi. Ikkala disbalans ham jamg'armalar va investitsiyalar o'rtasidagi disbalansga olib keladi, demak, ular iqtisodiy o'sishning

asosiy omillaridan hisoblanadi⁷. Bunda esa moliya bozorining qisqa va uzoq muddatli iqtisodiy o'sishni ta'minlashdagi roli beqiyosdir. Chunki aynan moliya bozori yordamida jamg'armalar shakllanadi va ular samarali investitsiyalarga transformatsiyalanib yana jamg'armalarga aylanadi. Aynan investitsiya siyosati bilan boshqariluvchi shu davriy transformatsion jarayonni jamg'armaviy-investitsion muhit, ya'ni (S-I)-muhit, deb atalsa bo'ladi. Ushbu siyosat innovatsion siyosat bilan bog'langanda mos ravishda (S-I)-muhit va innovatsion muhit uyg'unligi (integratsiyasi), ya'ni [(S-I)+N]-muhit⁸, vujudga keladi. Ushbu kontekstda aytish mumkinki, moliya bozori bir vaqtning o'zida moliyaviy innovatsiyalar bozori ham bo'lib, o'zida moliya injiniringi innovatsiyalarining yaratilishi, transferi va tijoratlashtirilishi katalizatori hamda qulay [(S-I)+N]-muhitini shakllantiradi. Mazkur muhit doirasida investitsiyalar va innovatsiyalarning obyektiv kon'yunkturasi (talab va taklif hajmlarini) shakllanib bir-biriga bo'lgan talablar qondiriladi, ya'ni ularning (investitsiyalar va moliyaviy innovatsiyalarning) o'zaro bog'liqlikdagi iqtisodiy realizatsiyasi amalga oshiriladi.

Qisqa davr ichida iqtisodiy o'sish moliya bozori orqali mavjud moliyaviy resurslardan samarali foydalanish hisobiga erishiladi. Ammo uzoq muddatli davrda iqtisodiy o'sish ishlab chiqarish quvvatlarini investitsiyalar hajmini kengaytirish yo'li bilan modernizasiyalashuvi va oshirilishini talab etadi. Makroiqtisodiy barqarorlik sharoitida investitsiyalarga bo'lgan talab esa moliya institutlari yordamida ichki va tashqi jamg'armalar hisobiga qoplanadi.

Bundan ayon bo'ladiki, moliya bozori moliyaviy resurslarni (jamg'armalarni) iqtisodiyotda samarali (effektiv) taqsimlash va qayta taqsimlash funksiyasini amalga oshiradi va iqtisodiyot holatini ifodalovchi «barometr» rolini bajaradi.

Iqtisodiyotda moliyaviy oqimlar inflyatsiya va foiz stavkasiga bog'liq holda moliya bozori orqali taqsimlanadi va qayta taqsimlanadi. Bunda inflyatsiya va foiz stavkasi moliya bozorining muvozanat holatiga ta'sir ko'rsatadi.

Yuqorida aytilganlarga asosan, makroiqtisodiy muvozanatni mos ravishda quyidagi tenglamalar bilan ifodalash mumkin: $S = I$ (ushbu balansga rioya qilinganda umumiy talab va taklif o'rtasida tenglikka

⁷ Опыт развития финансовой и фискальной системы и привлечения прямых иностранных инвестиций в Восточной Азии: уроки и рекомендации. Сборник трудов мол. ученых Трушин Е., Музафаров Д., Федорова Е., Дыйканбаева Г. - Алматы, 2001. - сс. 74.

⁸ Bunda N – innovatsiya, novatsiya mazmunini bildiradi.

erishiladi, ya'ni $S=Y-A-X=I$, bunda $A=C+G$ – absorbtsiya; $Y-A$ – ichki jamg'armalar; X – manfiy ishorali tashqi jamg'armalar), $MV = PT$.

Ushbu tenglamalar bilan ifodanadigan makroiqtisodiy muvozanat moliya bozori holatida o'z aksini topadi, ya'ni bozor iqtisodiyotning holatini ekvivalent tarzda aks etadi. Boshqacha qilib aytganda, moliya bozori iqtisodiyotning «egiz-analogi» sifatida namoyon bo'ladi. Shuning uchun moliya bozori iqtisodiyotning «barometridir».

Aytilganlar asosida moliya bozorida muvozanatni gipotetik quyidagi muvozanat tenglamasi $SV = PT$ bilan ifodalash mumkin.⁹ Bunda: T – moliya instrumentlari bo'yicha tuzilgan shartnomalar hajmi (uni umumiy investitsiyalar hajmiga teng deb olsak bo'ladi), ya'ni $T = I$; S – moliyaviy instrumentlar uchun taklif qilingan jamg'armalar hajmi; V – investitsiya qilingan jamg'armalarni foyda (zarar) bilan qaytishi tezligi (vaqt oralig'i, likvidligi); P – moliyaviy instrumentlar bo'yicha tuzilgan shartnomalarning (bitimlarning) bozor narxi. Demak, $T = I$ ekanligini va IS-LM-modelini hisobga olgan holda moliya bozorining muvozanat tenglamasini quyidagicha ifodalash mumkin:

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

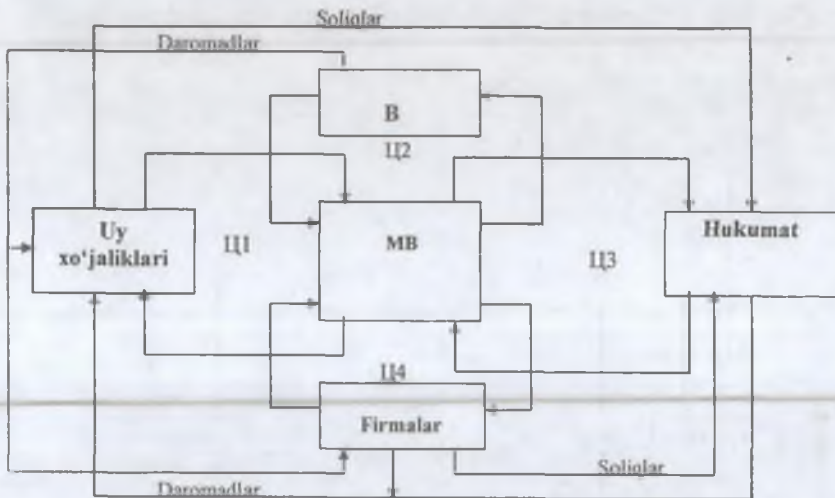
Ilmiy nuqtai nazardan (1) tenglamani pulning miqdoriy nazariyasiga o'xshash moliya instrumentlarining (investitsiyalar yoki qimmatli qog'ozlar bozorining) miqdoriy nazariyasi deb olish mumkin.

Ma'lumki, $S = I$ tenglik byudjet-soliq (fiskal) siyosati asosida, $MV = PT$ tenglik esa kredit-pul (monetar) siyosati asosida amalga oshiriladi. Bunda $S \rightarrow I \rightarrow M \rightarrow S$ ko'rinishidagi davriy bog'liqlik ushbu siyosatlarining ekvivalentligini bildiradi. Bu esa (1) tenglamani maqsadga muvofiq ekanligini anglatadi. Chunki ikkala siyosat ham barqaror iqtisodiy o'sishni ta'minlash maqsadida real iqtisodiyot uchun ishlaganligi (yo'naltirilganligi) uchun, ularning uyg'unlashuvi va optimal balansiga erishish (1) tenglamadan ko'rinib turibdiki, moliya bozori orqali amalga oshirilishi tabiiydir. Ushbu holatni 1.1.2-rasmda ko'rish mumkin.

Bunda (1.1.2-rasm) MB – Moliya bozori; B – Markaziy bank; X – Hukumat; UX – uy ho'jaliklari; F – firmalar; S1-S4 – B, X, UX va Firmalarning moliya bozori (MB) bilan bog'lanadigan lokal sikllari. Ushbu sikllar orqali mos ravishda moliyaviy oqimlar harakati moliya bozori qatnashchilari tomonidan amalga oshiriladi. Bunda Hukumat va

⁹ Шохазамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг // Мелия, Т., №1, 2009-сс.82-91; Экономическая системология: концепция и применение. - Т.: Iqtisod-moliya, 2010. -421 с.

Uy ho'jaliklari, Hukumat va Firmalar o'rtasidagi bog'lanish «daromad-soliq» aylanmasi tashqi sikllari bo'yicha tashkillashgan.



1.1.2-rasm. Moliyaviy oqimlarni moliya bozori orqali harakati modeli

1.1.2-rasmdagi modelda har bir sikl ma'lum maqsad asosida harakat qiladi va bir-biri bilan bevosita va (yoki) bilvosita bog'liq bo'lib, ularning tezligi va hajmi bozor kon'yunkturasiga bog'liq.

Demak, modeldan ko'rinib turibdiki, moliya bozori iqtisodiyotda markaziy o'ringa ega, iqtisodiyotning barcha sub'yektlari uning kon'yunkturasi ta'sirda va o'zaro bog'liqlikda faoliyat yuritadilar. Shu bilan birga, moliya bozori iqtisodiyotga bog'liqlikda faoliyat yuritadi. Bunda moliya bozori o'zining moliyaviy instrumentlari vositasida iqtisodiyot sub'yektlarini investitsiya bilan ta'minlaydi, resurslarni ularning o'rtasida samarali taqsimlaydi va qayta taqsimlaydi.

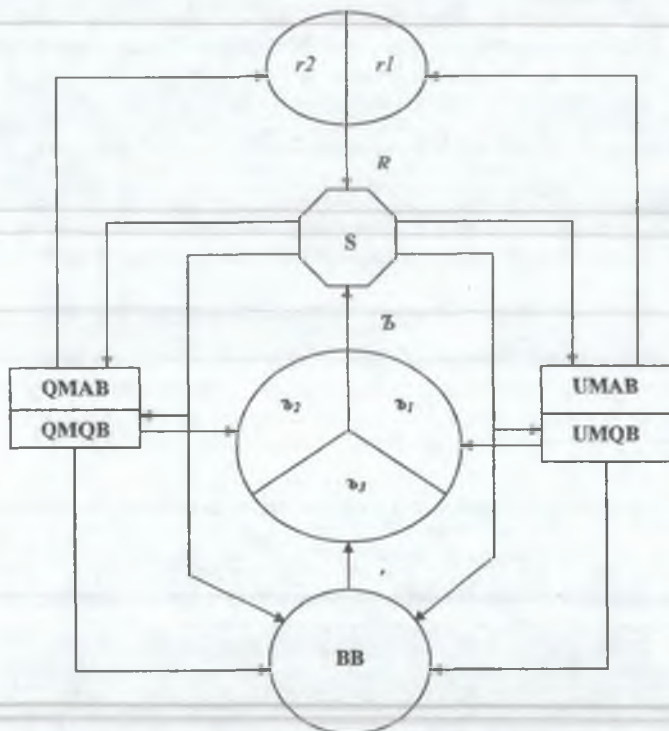
Ta'kidlash joizki, qimmatli qog'ozlar moliyaviy resurslar harakatining katta qismini qamraydi. Qimmatli qog'ozlardan tashqari moliya bozorida ssuda va kreditlar, subsidiya va subvensiyalar, oltin va valyutalar, sug'urta vositalari muomalada bo'ladi. Ularning har biri o'ziga mos siklda va moliya bozori segmentlarida samarali harakat qiladi. Bunda qimmatli qog'ozlar va ularning real bazisi miqdorlarini ko'pincha bir-birlariga mos kelmasligi hamda ularni bozorda bir-biriga

Toshkent Axborot Texnologiyalari Universiteti

372257
Axborot Resurs Markazi

qarama-qarshi yo'nalishda harakat qilishi mumkinligi qimmatli qog'ozlar bozorining xususiyati hisoblanadi.

Bunday harakat bozor kon'yunkturasi holatiga (ko'rsatkichlariga) bog'liqlikda 1.1.3-rasmdagi modelda ko'rsatilganidek amalga oshiriladi.



1.1.3-rasm. Moliya bozorida kon'yunkturaga bog'liq tarzda investitsiyalarni qayta taqsimlanishining tuzilmaviy-bozor modeli

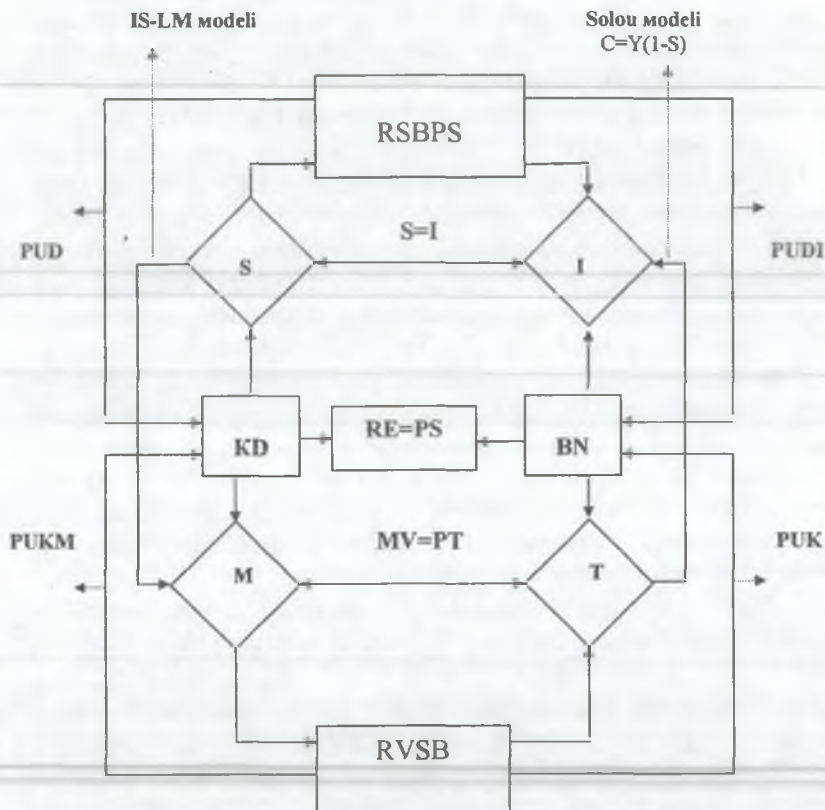
Bunda (1.1.3-rasm): QMAB – qisqa muddatli monetizatsiyalashgan moliyaviy aktivlar (qimmatli qog'ozlardan tashqari) bozori; UMAB – o'rta va uzoq muddatli monetizatsiyalashgan moliyaviy aktivlar bozori; QMQB – QMABga mos qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari bozori; UMQB – UMABga mos o'rta va uzoq muddatli qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari bozori; BB – qimmatli qog'ozlarning birja bozori; Z – qimmatli qog'ozlar bozorining kompleks ko'rsatkichi (ushbu ko'rsatkich mos ravishda birjaviy va birjadan

tashqari qimmatli qog'ozlar bozorlari indeksleri b_1, b_2, b_3 orqali ifodalanadi, ya'ni $B=f(b_1, b_2, b_3)$; R – QMAB va UMAB doirasida shakllanadigan foiz stavkalari r_1, r_2 orqali ifodalanadigan kompleks ko'rsatkich, ya'ni $R = f(r_1, r_2)$; S – moliyaviy instrumentlarga investitsiya tarzida moliya bozori orqali yo'naltirilgan jamg'armalar.

Moliya bozorida jamg'armalar oqimining (S) harakati yo'nalishi foiz stavka (R) va fond indeksi (B) ko'rsatkichlariga bog'liq holda shakllanadi, ya'ni $S = f(R, B)$. Ya'ni qaysi bir ko'rsatkich jamg'armaga ega bo'lgan investor uchun manfaatli bo'lsa, investor o'z mablag'larini o'sha ko'rsatkich bilan belgilangan moliya bozori segmenti orqali iqtisodiyotning samarali sohasiga qarab yo'naltiradi. Bunda iqtisodiyot sub'yektlari o'rtasida investitsiyalar uchun raqobatli kuchli kurash ketadi. Bunday raqobatli kurashda inflyatsiya darajasi katta rol o'ynaydi. Agar, inflyatsiya darajasi yuqori bo'lsa (giperinflyatsiyada) investorlar o'z resurslarini QMAB va QMQB tomon yo'naltiradi, aks holda esa (inflyatsiyaning past darajasida, .pulning qadriligida) investitsiyalar UMAB va UMQB tomon harakat qiladi.

Ushbu qonuniyatni 1.1.4-rasmda ko'rsatilgan model yordamida yaqqol ifodalash mumkin. Bunda: I – yalpi investitsiyalar; S – jamg'armalar; M – pul massasi; T – tuzilgan shartnomalarning umumiy hajmi, unda quyidagilarni qabul qilish mumkin: $T=Y$ (Y – umumiy taklif, ya'ni yalpi ichki mahsulot – $YaIM$ (Y), $Y=C+G+I+X$ – makroiqtisodiy darajada umumiy talab va umumiy taklif balansini ifodalaydigan asosiy tenglik, C – iste'mol; G – davlatning joriy harajatlari; X – sof eksport; tenglikning birinchi qismi umumiy talabni ifodalaydi – $YaIMni$ pirovardi sarflaydigan unsurlar yig'indisi); V – pulning aylanish tezligi; P – bozor narxi; $RE=PS$ – real kapitalni ishlab chiqarish sohasi (PS) orqali yaratuvchi real iqtisodiyot sektori (RE); KD – kredit-pul siyosatida qatnashuvchi institutlar; BN – byudjet-soliq siyosatida ishtirok etuvchi institutlar; PUK – qisqa muddatli kapitallar bozoridagi daromadlar darajasi ko'rsatkichi; PUD – o'rta va uzoq muddatli kapitallar bozorlaridagi daromadlar darajasi ko'rsatkichi; $PUDI$ – o'rta va uzoq muddatli investitsiyalar darajasi ko'rsatkichi; $PUKM$ – qisqa muddatli pul darajasi ko'rsatkichi; $IS-LM$ – iqtisodiy faollikning to'liqsimon o'zgarishini tahlil qilishga yordam beruvchi investitsion jamg'armalar va likvid pul modeli; ishlab chiqarish funktsiyasi va iste'mol funktsiyasidan iborat *Solou* modeli (iqtisodiy o'sishni tahlil qilishga yordam beradi); $RSBPS$ – ishlab chiqarish sohasiga (PS) xizmat

ko'rsatuvchi o'rta va uzoq muddatli qimmatli qog'ozlar bozori; RVSB – valyuta bazisli qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar bozori.



1.1.4-rasm. Byudjet-soliq va kredit-pul siyosatlarida iqtisodiyotning real sektoriga moliya bozori orqali investitsion resurslar oqimining modeli

Keltirilgan modelda (1.1.4-rasm) ko'rinib turibdiki, $S = I$ tenglik (muvozanat) byudjet-soliq (fiskal) siyosati orqali, $MV = PT$ tenglik esa kredit-pul (monetar) siyosati asosida amalga oshiriladi.

Modeldagi $S \rightarrow I \rightarrow M \rightarrow T \rightarrow S$ ssikli asosida ularning o'zaro ekvivalentliligi namoyon bo'ladi, natijada (1) tenglamaning maqsadga muvofiq ekanligi aniq bo'ladi. Chunki ikkala siyosat ham real

iqtisodiyot sektoriga (RE=PS) xizmat qiladi, demak ularning uyg'unlikdagi optimal balansi moliya bozori orqali ta'minlanadi. Bunda moliya bozorining asosiy maqsadi – iqtisodiyotda kapitalning erkin oqimi hamda samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishi uchun yetarli va zarur sharoitlar yaratishdir. Ushbu maqsadga erishish uchun quyidagi sharoitlar yaratilishi lozim:

- bozor qonunlarining to'liq amal qilinishini ta'minlash;

- samarali hususiy mulkchilik tizimini mavjudligi;

- monetizatsiyalashgan real investision bazisga ekvivalent moliyaviy instrumentlar (jumladan qimmatli qog'ozlar) sifatining yuqori ko'rsatkichlarini (likvidlilik, jalbdoriligi va h.k.) ta'minlanganligi. Bu ko'rsatkichlar raqobatni rivojlantirish va narxlar bo'yicha katta bo'lmagan kurs tafovuti hisobiga erishiladi;

- moliyaviy instrumentlarning erkin savdosini ta'minlovchi rivojlangan savdo tizimlarini mavjudligi;

- investorlarning haq-huquqlari himoyasini yuqori darajada ta'minlovchi bozorning samarali tartiblashtiruvchi (muvofiqlashtiruvchi va nazorat qiluvchi) tizimini mavjudligi;

- moliya bozori qatnashchilari tomonidan ta'minlanadigan bozorning informatsion shaffofiligi (transparentligi);

- moliya bozorida qulay (S-I)-muhitni ta'minlash.

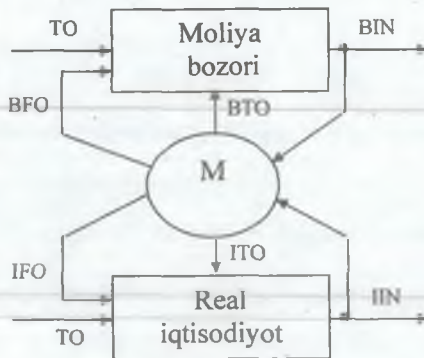
Ushbu sharoitlarda moliya bozori iqtisodiyotning samarali faoliyatini ta'minlaydi, investitsiyalarga muhtoj bo'lgan iqtisodiyot sub'yektlariga investorlarning moliyaviy resurslarini jamlab biznes maqsadiga ishlatishga, investorlarga mablag'larini orttirishga, davlatga esa iqtisodiy siyosatini amalga oshirishga ko'maklashadi. Umuman olganda, moliya bozori investitsiyalarga muhtoj va resurslarga ega bo'lgan qatnashchilarni bir-birlari bilan uchrashtirish asosida moliyaviy aktivlar almashinuviga ko'maklashadigan mexanizm sifatida namoyon bo'luvchi tizim.

Moliya bozoriga tegishli barch aytilganlar P.Samuelsonning "akselerator" tamoyili¹⁰ va 1-ilovada berilganlar bilan ham asoslanadi.

Yuqorida keltirilgan fikrlar va modellar (1.1.1-1.1.4-rasmlar) hamda iqtisodiy sistemologiya asosida moliya bozori va real iqtisodiyotning (ishlab chiqarish va takroran ishlab chiqarish, jumladan xizmatlar ko'rsatish) o'zaro bog'liqlikda tartiblashtirilgan (umumiy

¹⁰ Unga ko'ra: real yalpi ichki mahsulot (YalM) o'sishi real investitsiyalar o'sishiga olib keladi, o'z navbatida real investitsiyalarning ko'tarilishi unga javoban YalM o'sishiga sabab bo'ladi.

makroregulyator yordamida) faoliyati modelini ifodalash mumkin (1.1.5-rasm).



1.1.5-rasm. Moliya bozori va real iqtisodiyotning o'zaro bog'liqlikda tartiblashtirilgan faoliyati modeli¹¹

1.1.5-rasmda real iqtisodiyotning barcha sub'yektlari moliya bozorida o'z munosabatlarini moliyaviy instrumentlar yordamida ularning bozor kon'yukturasi va makroregulyator siyosatiga mos ravishda amalga oshiradi. Ushbu model moliya bozori va real iqtisodiyotning bog'likdagi faoliyatida sabab-oqibatli aloqalarni yaqqol ifodalaydi hamda omil va voqelik (jarayon)ning bir-biriga transformatsiyasini ko'rsatadi.

Bunda moliya bozorida talab va taklif hajmlarining barqaror va muvozanatda o'zaro mutanosiblikda, umuman garmoniyada, o'sishi undagi faoliyat yurituvchi institut(ishtirokchi)larning barqaror va o'zaro mutanosiblikda, umuman, garmoniyada, rivojlanishini anglatadi, mos ravishda moliya bozori ishtirokchilarining bunday rivojlanishi undagi talab va taklif hajmlarining barqaror va muvozanatda o'zaro mutanosiblikda, umuman garmoniyada, o'sishini bildiradi. Bu g'oya asosida iqtisodiy sistemologiyaning regulyativ ekvivalentlik tamoyili¹² yotadi (ushbu tamoyilning va 1.1.5-rasmdagi M orqali regulyativ bog'langan moliya bozori va real iqtisodiyotning ekvivalentligini

¹¹ 1.1.5-rasmda: TO – tashqi omillar; BIN – Moliya bozori (MB) indikatorlari bo'yicha natijaviy miqdorlar; IIN – real iqtisod indikatorlari bo'yicha natijaviy miqdorlar; BTO – MB tuzilmasiga ta'sir etuvchi omillar; ITO – real iqtisodiyot tuzilmasiga ta'sir etuvchi omillar; BFO – MB funksiyasiga ta'sir etuvchi omillar; IFO – real iqtisodiyot funksiyasiga ta'sir etuvchi omillar. Bunda BFO, IFO, BTO, ITO ichki omillar bo'lib, ular BIN va IIN ta'siri ostida makroregulyator (M) tomonidan shakllantiriladi. BIN va IIN esa MB va real iqtisodiyot tomonidan TOga bog'liq holda shakllantiriladi.

¹² Шохазамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.:Iqtisod-moliya, 2010.-421 с.

tasdiqlovchi matematik isbot 6-ildavda berilgan¹³). Ya'ni bu tamoyilga ko'ra, moliya bozori faoliyati va unda moliyaviy instrumentlar vositasida bozor munosabatlarida bo'luvchi iqtisodiyot sub'ekllarining ishlab chiqarish va takroran ishlab chiqarish jarayonlari natijalari o'zaro reguliyativ bog'liqlikda va ekvivalent bo'ladi.

Ta'kidlash zarurki, 6-ildavda berilgan matematik isbot, 1.1.5-rasmga ko'ra, moliyaviy instrument (jumladan qimmatli qog'oz) va uning bazisi hamda mos ravishda instrumentning (umuman barcha turdagi mulkning) qiymati va narxining ekvivalentligini ham isbotlaydi.

Moliya bozori bir qator funktsiyalarni bajaradi. Ularni to'rt guruhga ajratish mumkin: makroiqtisodiy, umumbozor, maxsus (ixtisoslashgan) va globalashtirish (meta, ya'ni xalqaro darajada moliyaviy globalashtirish) funktsiyalarga.

Makroiqtisodiy funktsiyasi jamg'armalarni investitsiyalarga aksincha investitsiyalarni jamg'armalarga smarali transformatsiyasini va natijada qulay (S-I)-muhitni ta'minlab berishdan iborat.

Umumbozor funktsiyasi, odatda, har bir milliy bozorga mansub. *Maxsus funktsiyasi* esa uni boshqa turdagi bozorlardan farqlaydi.

Umumbozor funktsiyasiga quyidagilar kiradi:

- tijoratni rivojlantirish funktsiyasi (bu funktsiya bozor qatnashchilarining o'zaro raqobat asosida daromad olishini ta'minlovchi funktsiya);

- narx-navoni belgilash funktsiyasi, ya'ni bozorda moliyaviy instrumentlarning bozor narxlarini (kurslarini) shakllanishi va ta'siri jarayonini, ularni bozor kon'yunkturasiga bog'liq tarzda uzluksiz harakatini (o'zgarishini) ta'minlaydi (bozor kurslari qanchalik tez shakllanib barqarorlashsa, moliya bozorida bu instrumentlar shunchalik samara bilan joylashtiriladi va likvidligi ta'minlanadi);

- informatsiya bilan ta'minlash funktsiyasi, ya'ni bozor o'z qatnashchilariga savdo obyektleri va savdo ishtirokchilari to'g'risidagi axborotni shakllantiradi va havola qiladi;

- tartiblashtiruvchi (muvofiqlashtiruvchi va nazorat qiluvchi) funktsiya, ya'ni bozor o'zidagi savdo va unda ishtirok etish, qatnashchilar o'rtasidagi munosabatlar me'yorlarini va nizolarni hal qilish tartiblarini joriy qiladi, ustuvor yo'nalishlarni aniqlaydi, nazorat organlarini va tartiblarini belgilaydi, bozor qatnashchilari tomonidan bu me'yor va tartib-qoidalarga rioya qilinishini nazorat qiladi va h.k.

¹³ Mazkur 6-ildavda berilgan matematik isbot ilk bor muallifning «Экономическая системология: концепция и применение.»-T.: Iqtisod-moliya, 2010.-s.375-378» nomli ilmiy monografiyasida berilgan.

Moliya bozorining *maxsus funksiyalariga* quyidagilarni kiritish mumkin:

- moliyaviy resurslarni taqsimlash va qayta taqsimlash funksiyasi. Uni o'z navbatida to'rt kichik funktsiyaga ajratish mumkin: 1) moliyaviy resurslarni tarmoqlar va bozor faoliyati sohalari (sferalari) o'rtasida taqsimlash va qayta taqsimlash; 2) jamg'armalarni, ayniqsa aholi jamg'armalarini, noishlab chiqarish shaklidan ishlab chiqarish shakliga o'tkazish (transformatsiyalash); 3) noinflyatsion asosda davlat byudjetini moliyalashtirish, ya'ni qo'shimcha pulni muomalaga chiqarmasdan; 4) pul massasini boshqarish;

- moliyaviy risklarni oldini olish va narx funktsiyasini, yoki xosilaviy qimmatli qog'ozlarni (fyucherslar, opsiyonlar, svop, forvard va h.k.) paydo bo'lishi evaziga xedjirlash.

Moliyaviy globallashtirish funktsiyasi quyidagilarda namoyon bo'ladi:

- moliyaviy resurslarni umumjahon miqyosida globallashtirish iqtisodiyot doirasida samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishi;

- milliy moliya bozorlarini o'zaro integratsiyalashuvi (uyg'unlashuvi);

- moliya bozorlarini internatsionallashuvi;

- jahon globallashtirish jarayonlari (barcha yo'nalishlarda) rivojini katalizatori va h.k.

Moliya bozori vazifalarini *asosiy va qo'shimchalarga* ajratish mumkin. *Asosiy vazifalari* uning bozor munosabatlari tizimidagi ahamiyati va qulay sharoitlarni ta'minlashi bilan ifodalanadi (ular yuqorida sanab o'tilgan).

Moliya bozorining *qo'shimcha vazifalariga* quyidagilarni kiritish mumkin:

- emitentning moliya oqimlarini optimallashtirish;

- bozor qatnashchilarining ijobiy imidjini shakllantirish;

- emitentning iqtisodiy manfaatlarini himoyalash;

- biznesni rivojlantirish va qo'shimcha ish joylarini yaratish;

- jahon moliya tizimiga integratsiyalashtirish;

- siyosiy huruj, moliyaviy va iqtisodiy qiyinchilik, moliyaviy repressiya va valyutaviy intervensiya vositasi sifatida ta'sir ko'rsatish;

- investorlarning huquqlarini himoyalash va maqsad-manfaatlarini ta'minlash.

Xalqaro mavqega ega bo'lgan zamonaviy moliya bozori o'zining mazmun-mohiyati ila jahon globallashuvi sharoitida iqtisodiyotda bir-biri bilan bog'liq quyidagi rollarni o'ynaydi:

1. «Iqtisodiyotning muammolari darajasini metrikasi, o'lchagichi», ya'ni iqtisodiyotda omillar ta'siri ostida paydo bo'luvchi muammolarni maxsus indikatorlar yordamida miqdorini o'lchashga va shu asosda mas'ul davlat organi hamda iqtisodiyot sub'yektlari tomonidan siyosat yuritishda tegishli qarorlar qabul qilishga ko'maklashadi;

2. «Moliyaviy resurslarni bozor kon'yunkturasi asosida iqtisodiyot sub'yektlari o'rtasida tartiblashgan tarzda samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishining kommutatori». Bunda bozor kon'yunkturasi fiskal va monetar siyosatlar yordamida tartiblashtiriladi;

3. «Iqtisodiyotda raqobat muhitini rivojlantirish katalizatori» sifatida ilmiy-texnikaviy progress va innovatsiyalarni rag'batlantiradi;

4. «Bozor qatnashchilari tarkibini internatsionalizatori» sifatida iqtisodiy globallashuvni rivojlantiradi;

5. «Moliyaviy instrumentlar va ular bilan bog'liq operatsiyalarni standartizatori» sifatida moliyaviy globallashuv jarayonini rivojlantiradi;

6. «Iqtisodiyot sub'yektlarining investitsion faolligini stimulyatori» sifatida iqtisodiyotni rivojlantirish va iqtisodiy o'sishni ta'minlash. Investitsion faollik moliya bozorida investorlarning haq-huquqlarini himoyalanganlik darajasi va risklar sharoitida moliyani samarali boshqarilishga bog'liq;

7. «Bozor iqtisodiyoti sharoitidagi stixiyali jarayonlarni regulyatori». Bunday jarayonlar ma'lum indikatorlar (ko'rsatkichlar) yordamida baholanib, ularning kritik (chegaraviy) qiymatlarini bilgan holda ma'lum regulyativ vositalar yordamida tartiblashtiriladi;

8. «Bozor narxlari stabilizatori» sifatida bozor savdosi tendentsiyalarini (dinamikasini) barqarorlashtiradi, talab va taklifni muvozanatlashtiradi;

9. «Iqtisodiyotni tartiblashgan faoliyatini ta'minlovchi algoritmik prosessor» sifatida barcha moliyaviy munosabatlarni bozor qatnashchilari tomonidan maqsadli strategik tarzda amalga oshirilishiga ko'maklashadi;

10. «Aktivlar sek'yurizatori» sifatida samarasiz real aktivlarni qimmatli qog'ozlarga transformatsiyalab, ularga yangi hayot bag'ishlaydi va faol investitsion jarayonga qayta kiritadi;

11. «Iqtisodiyot sub'yektlari informatori» sifatida ularning risklarini pasaytirishga (yoki boshqarishga) ko'maklashadi;

12. «Innovatsion moliyaviy mahsulotlar sintezi katalizatori» sifatida raqobatbardoshlik va moliyaviy xavfsizlikni ta'minlaydi;

13. «Moliyaviy vositalarning maxsus' industriyasi» sifatida bozor qatnashchilari uchun moliyaviy instrumentlar bilan bog'liq faoliyat bo'yicha ishlab chiqarish jarayonini tashkillashtiradi;

14. «Iqtisodiyotning investitsion muhiti sifati va muammolari darajasini analizatori» (1- va II- rollar bilan hamohang tarzda);

15. «Bozor qatnashchilariga o'z muammolarini anglashga, baholashga va hal qilishga ko'maklashadigan mexanizm»;

16. «Ekvivalent ko'zgu (barometr)» sifatida barcha bozor qatnashchilarining faoliyat natijalari sifatini bevosita va bilvosita aks ettiradi hamda kelajakdagi strategiyalarini maqsadli qurishga ko'maklashadi;

17. «Spekulyativ operatsiyalar totalizatori» sifatida bozor qatnashchilarini kutilajak, ammo riskli, manfaalar tomon chorlaydi. Bunda emitentlar qimmatli qog'ozlari sifatini spekulyativ investorlarning orzuli maqsad va manfaatlarini kerakli (spekulyativ) darajada ta'minlashga majburlar, aks holda investorlardan mahrum bo'ladilar. Sababi, emitentlar iqtisodiy rivojlanish uchun yangi va qo'shimcha investitsion resurslarga muhtoj, investorlar esa – moliya instrumentlari bo'yicha kam (yoki ko'p) riskli bozor daromadiga intiladilar, chunki, aynan spekulyativ investorlar iqtisodiyotda investitsion muhitni belgilaydilar. Shunday qilib, moliya bozori spekulyativ investorlarning azartga kirishi muhitini qizdiradi, moliyaviy instrumentlarni muomalaga chiqaruvchilarni esa doimiy tarzda moliyaviy barqarorlikka majbur qiladi, investitsiyalarga bo'lgan raqobatli kurashini qizdiradi, natijada bozor raqobatini muhitini ta'minlaydi;

18. «Moliya bozori qatnashchilarini bir butun infratuzilmaviy tizimga birlashtiruvchi» sifatida har bir qatnashchini o'z o'rnini, maqsad va vazifalarini, funktsiyalarini, bir-biri bilan bog'liqlikdagi tartibli faoliyatini ta'minlaydi; Moliya bozorining yaxlit tizimliliigi deganda uni bir-biri bilan uzviy bog'langan unsurlardan (qatnashchilardan) iborat murakkab katta tizim (strukturaviy-funksional model) sifatida tashkillashgani tushuniladi (1.2-paragrafqa qaralsin). Har bir unsur bozorda o'ziga xos maqsadga va tegishli faoliyat turiga ega;

19. «Moliyaviy mahsulotlar (instrumentlar), resurslar va xizmatlar gipermarketi» sifatida barcha bozor qatnashchilarini ularning tovarlarini

obyektiv narxlarda almashinuvi borasida uchrashtiradi va manfaatlarini qondirish uchun kerakli sharoitlarni yaratadi;

20. «Bozor muhiti» sifatida bozorda ochiq (erkin) iqtisodiyot qonunlarining amal qilinishini, iqtisodiyotni monetizatsiyalashuvini, kapital aylanmasi va transformatsiyasini, aktivlar sek'yuritizatsiyasi tamoyillarini ta'minlaydi. Bunda har bir mamlakat bozori muhiti o'zining quvvat potentsiali miqdori doirasida aytilgan rolini bajaradi;

21. «Moliyaviy globalashtiruvchi» sifatida yuqorida keltirilgan rollar asosida milliy iqtisodiyotlar birlashuvini ta'minlaydi, bozor qatnashchilarining xalqaro darajada faoliyat chegarasini va ta'sirini kengaytiradi, davlatning regulyativ rolini kamaytiradi (xalqaro regulyativ tashkilotlar evaziga), resurslar oqimini geografik kegaytirib tezashtiradi va samaradorligini oshiradi;

22. «Moliyaviy instrumentlarning obyektiv kurslarda konvertori» sifatida valyutalarni va qimmatli qog'ozlarni erkin bozor baholarida va hajmlarida raqobatli almashinuvini ta'minlaydi.

23. Investirlarning mablag'lari uchun kuchli raqobatli kurash sharoitida «Investitsion loyihalar seleksiyasini va strukturaviy (tuzilmaviy) islohatlarni amalga oshiruvchi mexanizm» roli (1.1.4-rasmdagi modelga qaralsin). Ushbu rolni samarali bajarilishi yuqorida keltirilgan rollarga hamohang bo'lib davlatning monetar (asosan foiz stavkasini o'zgartilishi) va fiskal siyosatlari bilan bog'liq iqtisodiy o'sish modelida katta ahamiyatga ega.

Ta'kidlash joizki, keltirilgan rollar faqat ochiq bozor iqtisodiyoti sharoitida, o'ta rivojlangan biznes va hususiy mulkchilik tizimida to'liq bajarilishi mumkin. Bundaylarga ega bo'lmagan mamlakatlarning bozori yuqori darajada rivojlangan davlatlar bozoriga qaram bo'ladilar.

Moliya bozori, jumladan qimmatli qog'ozlar bozori, faoliyat ko'rsatishining asosiy tamoyillari quyidagilardan iborat:

- barcha potentsial investorlar o'z mablag'larini foydali tarzda joylashtirishlari uchun ularga teng shart-sharoitlar yaratib berish;

- bozorda tuziladigan bitimlarning ixtiyoriyligi;

- erkin raqobat yo'lidagi to'siqlarni bartaraf etish;

- narxlarni real tarkib topadigan talab va taklif asosida belgilash;

- bozor to'g'risidagi qonun hujjatlariga uning barcha qatnashchilari tomonidan rioya etishi;

- birja va birjadan tashqari operatsiyalar, kotirovkalar, emitentlarning moliyaviy holati to'g'risidagi axborot oshkor etilishining shartligi;

- o'z faoliyatini qonun hujjatlariga muvofiq amalga oshirayotgan barcha investorlar va emitentlar uchun bozordan foydalanish mumkinligi;

- moliyaviy instrumentlar (qimmatli qog'ozlar) va ularning emitentlariga doir axborotning to'la oshkor etilishini, oshkoralikni va bu axborotdan barcha qatnashchilar foydalana olishini ta'minlash;

- investorlar va emitentlarning manfaatlarini himoya qilish;

- bozorda tovlamachilik va boshqa noqonuniy faoliyatni taqiqlash hamda ta'qib qilish.

Moliya va qimmatli qog'ozlar bozori faoliyat ko'rsatishining asosiy tamoyillariga rioya etilishi davlatning tartibga solishga oid chora-tadbirlari bilan birga fond birjalari va bozor qatnashchilarining birlashmalari (uyushmalari) ishlab chiqqan qoidalarini uyg'unlashtirish asosida ta'minlanadi.

Yuqorida aytilganlardan iqtisodiy o'sish, investitsiyalar va moliya bozori orasidagi o'zaro bog'liqlik mavjudligini, demak moliya bozorining iqtisodiyotdagi ahamiyati kuchliligini ko'rsatadi.

Savollar

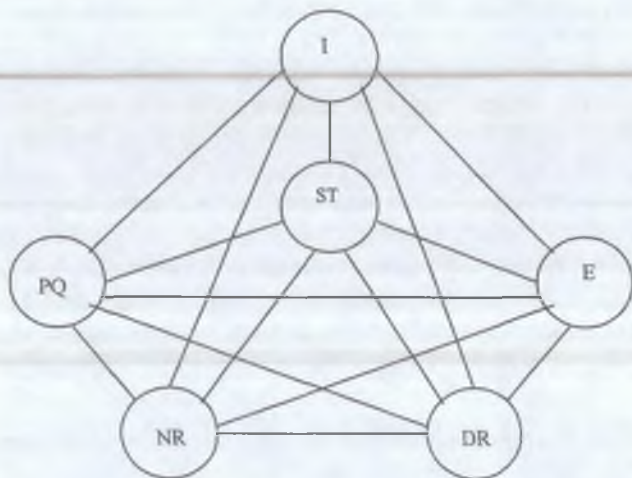
1. Moliya bozorining mazmuni nimadan iborat?
2. Moliya bozorining qanday segmentlarini bilasiz?
3. Moliya bozorini qanday atributlari bor?
4. Moliya bozori quvvati potentsiali nima?
5. Moliya bozorining bozor munosabatlari tizimidagi ahamiyati qaysi vazifalar bilan belgilanadi?
6. 1.1.1-rasmdagi modelning mazmuni nimadan iborat?
7. 1.1.2-rasmdari modelning mazmuni nimadan iborat?
8. 1.1.3-rasmdari modelning mazmuni nimadan iborat?
9. 1.1.4-rasmdari modelning mazmuni nimadan iborat?
10. Moliya bozori funksiyalari va vazifalari nimadan iborat?
11. Moliya bozorining qanday rollarini va tamoyillarini bilasiz?

Topshiriqlar

1. Moliya bozorining iqtisodiyot rivojini belgilashini tavsiflang.
2. Moliya bozori, iqtisodiy o'sish va investitsiyalarning o'zaro bog'liqligini 1-ilovadagi ma'lumotlar asosida o'rganing.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

1.2. Moliya bozorining tuzilmasi, tarkibiy qismlari va qatnashchilari

Moliya bozorining mazmun-mohiyati va xususiyatlaridan kelib chiqib, uni 1.2.1-rasmda ko'rsatilgan model yordamida ifodalash mumkin. Bu model oltita bir-biri bilan uzviy bog'langan quyidagi unsurlardan iborat: moliya instrumentlarini muomalaga chiqaruvchi, emitent (E), investor (I), professional (malakaviy) qatnashchi (PQ), savdo tizimlari (ST), moliya bozorini tartiblashtiruvchi regulyatorlar, ya'ni davlat regulyatori (DR), nodavlat regulyatorlar (NR). Bunda regulyatorlar birgalikda moliya bozorini muvozanatli tartiblashtirish asosida uning barqarorligi va xavfsizligini ta'minlaydi. Nodavlat regulyatori sifatida odatda o'zini o'zi muvofiqlashtiruvchi notijorat institutlar tushuniladi.



1.2.1-rasm.. Moliya bozorining tuzilmaviy-funksional modeli

Ushbu modelda moliya bozori qatnashchilarining (unsurlarining) bir-biridan farqli maqsadlari, vazifalari va faoliyat xususiyatlari asosida (V – VII va IX boblarga qaralsin) quyidagilarni ifodalash mumkin.

1. Unsurlarni shartli ravishda to'rt guruhga: savdo qatnashchilari, savdoni tashkillashtiruvchilar, regulyatorlar va informatsion (reyting) agentliklarga ajratish mumkin. Birinchi guruhga emitentlar (moliyaviy instrumentlarni taklif qiluvchilar, sotuvchilar), investorlar (moliyaviy instrumentlarga resurslarini yo'naltiruvchilar, xaridorlar), professional

qatnashchilar (investitsiya institutlari bo'lmish brokerlar, dilerlar, treyderlar, anderrayterlar; banklar; sug'urta kompaniyalari; fondlar; xoldinglar; moliya-sanoat guruhleri va h.k.) kiradi. Ikkinchi guruhga savdoni tashkillashtiruvchi institutlar (birjalar, elektron savdo tizimlari, chakana savdo markazlari, fond do'konlari, valyuta almashtirish shahobchalari, maxsus auksionlar, tarmoqlangan marketingli savdo tizimi va h.k.) kiradi. Uchinchi guruhga DR va NR kiradi (hozirda xalqaro regulyativ funktsiyaga ega institutlarni ham nazarda tutish lozim). To'rtinchi guruhga moliya bozorini tahlil qilib, uning qatnashchilari, moliyaviy instrumentlarning va umuman bozorning sifat ko'rsatkichlarini oshkor etib, reklama qilib, belgilab boruvchi axborot tashkilotlari kiradi. Ushbu guruh institutlarini moliya bozorining professional qatnashchilari qatoriga qo'shish mumkin, lekin ular faoliyatlarini yuritish uchun moliya bozori regulyatoridan ruxsat olmaydilar, faqat akkreditasiyalanadilar.

2. Unsurlar moliya bozorida bir-biri bilan savdo tizimisi to'g'ridan-to'g'ri va professional qatnashchilar yordamida o'zaro munosabatlarda bo'lishi mumkin. Ya'ni E va I, I va PQ, E va PQ juftliklar bo'yicha munosabatda bo'ladilar.

3. Unsurlar moliya bozorida faqat savdo tizimi orqali o'zaro munosabatlarda bo'ladilar. Ya'ni, E, ST, I; E, ST, PQ; I, ST, PQ; PQ, ST, PQ; uchliklari bo'yicha munosabatlarda bo'lishlari mumkin. Bunda birinchi va ikkinchi uchliklar birlamchi bozor munosabatlarini, ohirgi ikki juftlik esa ikkilamchi (spekulyativ) bozor munosabatlarini anglatadi.

4. Unsurlar beshligi (ya'ni NR, E, I, PQ, ST) o'zini o'zi muvofiqlashtirish mexanizmi tizimini anglatadi.

5. Unsurlar oltiligi (ya'ni DR, E, I, PQ, ST, NR) davlat va o'zini o'zi muvofiqlashtirish mexanizmi tizimini anglatadi.

Model unsurlarini (1.2.1-rasm) bunday guruhlash va ajratish moliya bozori infratuzilmasi va industriyasi roli va funktsiyalarini tizimli anglashga, unsurlarining o'zaro bog'liqlikdagi, ammo farqli manfaatlarini hisobga olib, faoliyatini o'rganishga yordam beradi.

Keltirilgan grafi model (1.2.1-rasm) va 1.1 badda (paragrafda) berilgan modellar (1.1.1-1.1.5 rasmlarga qaralsin) moliya bozorini matematik ravishda ifodalab, turli jihatlarini (jumladan infratuzilmasini) tizimli tahlil qilish, munosabatlarni modellashtirish va optimallashtirish hamda istiqbollarini prognoz qilish va ilmiy asoslangan strategik rivojlantirish chora-tadbirlarini ishlab chiqish imkoniyatini beradi. Bu esa ta'sir etuvchi omillar (tashqi va ichki fundamental omillar)

sharoitida moliya bozori orqali iqtisodiyotning real sektori holati va tendentsiyalarini tahlili hamda prognoziga yordam beradi. Aytish joizki, keltirilgan modelar omillar ta'sirida xosil bo'ladigan moliya bozori muammolarini va omillar ta'sirini miqdoriy tahlil qilish imkonini beradi.

Savollar

1. Moliya bozori qanday tuzilishga ega?
2. 1.2.1-ramdagi modelda moliya bozori qatnashchilarini qanday tavsiflash va ifodalash mumkin?
3. Moliya bozori infratuzilmasi va uning tarkibiy qismlari (funktional va institutsional) 1.2.1-rasmdagi model asosida qanday ifodalanadi?

Topshiriqlar

1. Moliya bozori tuzilmaviy modelini tushuntiring.
2. Funktsional va institutsional tuzilmalarini tushuntiring.
3. Terminlar bo'yicha lug'at tuzing.

1.3. Moliya bozori tasnifi va turlari tavsifi

Zamonaviy moliya bozori ko'p qirraliligi bilan iqtisodiyotda alohida o'ringa ega. Qirralarini idrok etish uchun uni tasniflash katta ahamiyatga ega. Chunki tasniflash u haqdagi tushunchalarni o'zaro bog'liqligini, uning xossalari va xususiyatlarini, uni tashkiliy asoslarini, undagi jarayonlar va qonuniyatlarni iqtisodiyot bilan bog'liqligini chuqurroq ochib berishga va tushunishga xizmat qiladi.

Ushbu bobning 1.1- va 1.2-paragraflarida aytilganlardan kelib chiqqan holda moliya bozorini quyidagi belgilar asosida tasniflash va tavsiflash mumkin.

1. Tarkibi bo'yicha (1.1.3-rasmga qaralsin):
 - QMAB – qisqa muddatli (1 yilgacha) monetizatsiyalashgan moliyaviy aktivlar (qimmatli qog'ozlardan tashqari) bozori;
 - UMAB – o'rta (1-5 yilgacha) va uzoq (5 yildan ortiq, odatda 30 yilgacha) muddatli monetizatsiyalashgan moliyaviy aktivlar bozori;
 - QMQB – QMABga mos qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari bozori;
 - UMQB – UMABga mos o'rta va uzoq muddatli qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari bozori;

- BB – qimmatli qog'ozlarning birja bozori.

Ta'kidlash joizki, moliya bozorining QMAB va UMAB qismlarida moliya institutlariga oid pul, valyuta, kredit vositalari va sug'urta instrumentlar muomalada bo'ladi.

2. Segmentlari bo'yicha:

- kredit bozori;
- qimmatli qog'ozlar bozori;
- valyuta bozori;
- oltin va avuarlar (qimmatbaho metallar, kamyob elementlar, san'at asarlari va h.k.) bozori;
- sug'urta va pensiya fondlari bozori, lotereya o'yinlari instrumentlari.

3. Muddatligi bo'yicha:

- qisqa muddatli operatsiyalar bozori (1 yilgacha);
- o'rta muddatli operatsiyalar (1 yildan 5 yilgacha);
- uzoq muddatli operatsiyalar (5 yildan ortiq, odatda to 30 yilgacha).

4. Moliyaviy instrumentlarning emitentlari bo'yicha:

- davlatning (Markaziy bank, moliya vazirligi, g'azna kabilar) moliyaviy instrumentlari bozori;
- mahalliy xokimiyat organlarining (munitsipalitet, meriya, hokimiyat) moliyaviy instrumentlari;
- korporativ moliyaviy instrumentlar (kompaniyalar, firmalarniki);
- moliya institutlarining (banklar, sug'urta va kredit tashkilotlari, investitsiya institutlari, fondlar) moliyaviy instrumentlari;
- lotereya o'yinlari instrumentlari (bular moliyaviy instrumentlar bo'lib, qimmatli qog'ozlar hisoblanmaydi).

5. Tartiblashtirish (muvofiglashtirish va nazorat qilish, regulyativ) usuli bo'yicha:

- tartiblashgan bozor;
- tartiblashmagan (yoki «ko'cha») bozor.

Ta'kidlash joizki, ularning har birida ham barcha operatsiyalar qonuniy tarzda reglamentlashtirilgan va me'yoriylashtirilgan bo'ladi.

6. Qatnashchilarning manfaatlarini ta'minlanganligi xarakteri bo'yicha:

- emitentlarning manfaatlariga yo'naltirilgan bozor;
- investorlar manfaatlariga yo'naltirilgan bozor;
- professional institutlar manfaatlariga yo'naltirilgan bozor.

7. Moliyaviy instrumentlarni yetkazish xarakteri bo'yicha:

- spot (kassaviy) bozori, unda xaridor va sotuvchi o'rtasidagi o'zaro hisob-kitob 1-3 kun ichida to'g'ridan to'g'ri (ya'ni «to'lov asosida yetkazish» tamoyili asosida) amalga oshiriladi;

- muddatli bozor, unda hisob-kitob operatsiya shartnomada (odatda, derivativlarning parametrlari bo'yicha) belgilangan muddatda bajariladi.

8. Masshtabi bo'yicha:

- milliy bozor (mamlakat ichida faoliyat ko'rsatuvchi);

- regional (hududiy, mintaqaviy) bozor (masalan, yevrobozor);

- moliyaviy globallashtirgan jahon (xalqaro) bozori.

9. Tovar xususiyati bo'yicha:

- sug'urta instrumentlari (polislar) bozori;

- bazaviy qimmatli qog'ozlar (aksiya va obligatsiyalar, sertifikatlar va h.k.), ya'ni ulush va qarz munosabatlariga asoslangan qog'ozlar, bozori;

- qimmatli qog'ozlarning xosilalari (derivativlar: opsiyon, fyuchers, svop, forward, depozitar tilhatlar, depozitar aksiyalar) bozori;

- ipoteka va sek'yurizatsiya bozorlari;

- pul va pul asosli instrumentlar (valyutalar, SDR¹⁴, ssuda, kredit, bank kartochkalari, lotereyalar va h.k.) bozori.

10. Infratuzilma bo'yicha:

- funktsional tuzilmasi, bozorni (segmentlari, turlarini) o'z funktsiyalarini bajarishi;

- institutsional (operasion) tuzilmasi, bozor qatnashchilarining faoliyat turlarini amalga oshirishi.

11. Moliya bozorining eng katta segmenti bo'lgan qimmatli qog'ozlar bozorini yuqoridagi belgilarga qo'shimcha tarzda quyidagicha tasniflash mumkin.

11.1. Turi bo'yicha:

¹⁴ SDR (Special Drawing Rights – qarz olishning maxsus huquqi) standarti – zamonaviy valyuta tizimi bazasi va valyutaviy prioritet asosi. Avval SDR kursi AQSh dollariga tenglashtirilgan rasmiy oltin ta'minoti bilan belgilangan, keyinchalik esa, avval 16 valyutadan iborat «valyuta savati» bo'yicha, 1990-yillar oxiriga kelib – beshta bazaviy valyuta (AQSh dollari, funt sterling, shveysariya franki, yen, yevro) bo'yicha belgilangan. 1999 yildan boshlab SDR kursi quyidagicha belgilana boshlangan: AQSh dollari – 39%, yena – 18%, yevro – 32%, funt sterling – 11% SDR Xalqaro to'lov birligi haqiqiy jahon valyutasi (puli) sifatida shakllana olmadi. Bunga quyidagilar bilan bog'liq muammolar halaqit berdi: uni emissiyasi, taqsimlash va ta'minlash, kursini belgilash metodi va qo'llanilishi sohalari. yees va Yaponiya mamlakatlarning valyutaviy-iqtisodiy pozitsiyalarini mustahkamlanishi asta sekin SDR standartidan ko'p valyuta standartiga (bazaviy valyutalar asosida) o'tishga olib keldi. Umuman olganda, oltinni demonopolizatsiyasi nihoyasiga yetkazildi (ya'ni, oltinni moliyaviy aktiv sifatidan tovar sifatiga aylantirilishi munosabati bilan oltin pul funktsiyasini yo'qota boshladi), bu esa oltin bo'yicha belgilangan narxni bekor qilinishi bilan ifodalandi va unga birja savdolarida suzuvchan kursni ko'rsatishiga hamda valyutaviy prioritetlarni (afzallik yoki ustuvorliklarni) bekor qilinishiga olib keldi.

- birlamchi bozor, unda, odatda, bir yil ichida emissiya qilingan qog'ozlar emitent tomonidan to'g'ridan to'g'ri yoki vositachi yordamida birinchi investorlar o'rtasida belgilangan tartibda va shartlarda joylashtiriladi;

- ikkilamchi (spekulyativ) bozor, unda qog'ozlar cheklanmagan muddat ichida investorlar o'rtasida cheklanmagan marotaba bozor kon'yunkturasiga bog'liq holda qayta-qayta oldi-sotisi amalga oshiriladi.

11.2. Qatnashish huquqini cheklanganligi bo'yicha:

- oldindan belgilangan qatnashchilar va (yoki) qimmatli qog'ozlarga ruxsat berilgan bozor;

- ochiq bozor, unda qatnashchilar ishtirokiga va qimmatli qog'ozlar turlariga hech qanday cheklashlar qo'yilmaydi.

11.3. Xizmat ko'rsatish xususiyati bo'yicha:

- QMABga xizmat ko'rsatuvchi qimmatli qog'ozlar bozori;

- UMABga xizmat ko'rsatuvchi qimmatli qog'ozlar bozori.

11.4. Davomiyligi bo'yicha:

- ma'lum bir davrlarda chaqiriladigan bozorlar (*call markets*);

- uzluksiz faoliyat ko'rsatuvchi bozorlar (*continuous markets*).

11.5. Kategoriyasi bo'yicha:

- uchinchi bozor (*third market*), unda birja listingiga kiritilgan qimmatli qog'ozlar belgilanmagan vaqtda birjada yoki birjadan tashqari savdoda oldi-sotti qilinadi;

- to'rtinchi bozor (*fourth market*), unda institutsional investorlar qimmatli qog'ozlarni birjasiz va vositachilarsiz o'zaro to'g'ridan to'g'ri savdosini amalga oshiradilar. AQShda bunday bozor komp'yuterlashtirilgan, masalan, *POSIT* va *Crossing Network* savdo tizimlari yordamida.

11.6. Savdo maqsadlari bo'yicha:

- «Buqalar» bozori, unda vositachilar qimmatli qog'ozlar kursini birjada ruxsat etilgan doirada oshirilishi hisobiga spekulyativ o'yinni amalga oshiradilar;

- «Ayiqlar» bozori, unda vositachilar qimmatli qog'ozlar kursini birjada ruxsat etilgan doirada pasaytirish hisobiga spekulyativ o'yinni amalga oshiradilar;

- «Quyonglar» bozori («Ko'cha bozori» ham deb yuritiladi), unda yuqori riskli birja listingiga kiritilmagan qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq birjadan tashqari operatsiyalar bajariladi.

11.7. Qimmatli qog'ozlar bozori qimmatli qog'ozlarning har bir turi bo'yicha ham alohida tasniflanishi mumkin.

Ta'kidlash joizki, ushbu tasnif shartlidir, nihoyasiga yetmagan, chunki moliya bozorining uzluksiz rivojlanishi munosabati bilan bu tasnif to'ldiriladi va takomillashtiriladi.

Savollar

1. Moliya bozorini tasniflash nima uchun zarur?
2. Moliya bozorini qaysi belgilar bo'yicha tasniflash mumkin?

Topshiriqlar

1. Tasniflash belgilarini tizimlashtiring.
2. Moliya bozorini undagi faoliyat turlari bo'yicha tasniflang.
3. Moliya bozorini undagi moliyaviy instrumentlar bo'yicha tasniflang.
4. Terminlar lug'atini tuzing.

1.4. Moliya bozoriga xos voqeliklar rivojini shakllantiruvchi omillar

Nazariy cheklanish

Moliya bozorini o'rganishda ko'pincha «omillar va voqeliklar» degan so'zlarga duch kelamiz. Ularning mazmunini va o'zaro bog'liqligini sabab va oqibat kategoriyasi (toifasi) asosida ko'rib chiqish maqsadga muvofiq.

Umuman olganda, omil – bu har qanday o'lchamli va o'lchamsiz voqelikni (jarayonni, oqibatni, natijani) keltirib chiqaruvchi (namoyon qiluvchi, shakllantiruvchi) sababdir. Odatda sabablar majmua (kopleks) tarzda bir-biri bilan bog'liqlikda yoki (va) alohida paydo bo'ladi va tarqaladi (ta'sir ko'rsatadi), ma'lum bir oqibatni rivojlanishini shakllantiradi.

Har qanday omil ta'sirini o'lchash uchun uni tarqalish kuchi natijasida xosil bo'lgan voqelikning sifat yoki miqdoriy ko'rsatkichlari (parametrlari, indikatorlari) tendentsiyasini baholash kifoya. Shu yo'sinda har qanday ko'rsatkich omil (omillar) va voqelikni (voqeliklarni) o'zaro funktsional bog'laydigan matematik model (vosita) sifatida namoyon bo'ladi. Ko'rsatkichlar har qanday matematik shakl va usulda ifodalanishi mumkin.

Sabab va oqibat kategoriyasi nuqtai nazaridan har qanday omil va uning ta'siri mahsuli bo'lgan voqelik muayyan vaqt ichida o'zaro bog'liqlikda bo'ladi. Ushbu vaqt o'tishi bilan avvalgi voqelik kelajakda

qandaydir yangi omil manbaiga sababiy asos bo'lishi mumkin, ya'ni omil va voqelik o'rtasida davriy almashinuv jarayoni mavjud. Boshqacha qilib aytganda, omil va voqelikning davriy muddatda bir-birini keltirib chiqarish xususiyati mavjud bo'lishi mumkin.

Omil va voqelikni o'lchash (tahlil qilish) uchun tizimli yondashuv qo'llaniladi. Bunday yondashuvga turli omillar ta'sirini kompleks baholash, ularni o'rganishga maqsadli yondashuv xosdir.

Omillarni bilish, ularni voqeliklarga ta'sirini tanlangan ko'rsatkichlar orqali baholashni amalga oshira olish, bunday ko'rsatkichlar darajasiga (miqdoriga) omillarni boshqarish orqali ta'sir ko'rsatish va shu yo'sinda tegishli qaror qabul qilish mexanizmini topish imkonini beradi. Aytish mumkinki, omillar – bu tanlab olingan (hisoblab topilgan) ko'rsatkichlarga ta'sir etuvchi unsurlar, sabablar. Shu nuqtai nazardan iqtisodiy omillarni, iqtisodiy kategoriya singari, aks etuvchi iqtisodiy ko'rsatkichlar obyektiv xarakterga ega. Omillarni voqeliklarga yoki ko'rsatkichlarga ta'siri nuqtai nazardan omillarni birlamchi, ikkilamchi va boshqa darajaga ajratish mumkin.

«Ko'rsatkich» va «Omil» tushunchalarini farqi shartlidir, chunki har bir ko'rsatkich boshqa bir undan yuqori darajadagi ko'rsatkichning omili sifatida ko'rilishi mumkin yoki aksincha. Omil va voqelik (obyekt deb olinsa) o'rtasidagi bog'liqlikni ifodalash mumkin, agarda omil ta'siri ostidagi obyekt xossasini sintetik tarzda olingan (topilgan) ko'rsatkich yordamida aks etishini hisobga olsak, unda ushbu ko'rsatkich shartli ravishda omil kuchi va xarakterini adekvat ifodalaydi deb qabul qilish mumkin.

Shu yo'sinda moliya bozorini obyekt deb olib, unga ta'sir etuvchi omillarni bozor ko'rsatkichlari orqali ifodalash mumkinligi ayon bo'ladi. Bunda obyektning faktorli tizim deb qabul qilish mumkin.

Faktorli tizimni matematik modellashtirish omillarni (faktorli tizim unsurlari sifatida qabul qilib) ajratib olishning quyidagi iqtisodiy mezonlariga (kriteriyalariga) asoslanadi: sababiylik, yetarli xususiyatlilik, alohida tarzda mavjudlilik, hisobga olish va miqdoriy o'lchash mumkinligi.

Omillar tasnifi

Omillarni quyidagicha tasniflash mumkin.

1) Umumiy va maxsus (ixtisoslashgan) omillar. Umumiy omillar bir necha ko'rsatkichlarga ta'sir ko'rsatadi, ixtisoslashgan omillar esa maxsus tarzda konkret bir ko'rsatkichga ta'sir etadi. Ko'pchilik

omillarni umumlashtirilishini alohida ko'rsatkichlarning o'zaro bog'liqligi va ta'siri negizida tushuntirish mumkin.

2) Ob'yektiv va sub'yektiv omillar. Sub'yektiv omillar (shaxslar faoliyati bilan bog'liq) sifatida ko'rsatkichga ta'sir etish maqsadida ishlab chiqiladigan ma'lum bir tashkiliy-texnik chora-tadbirlar tushuniladi. Ob'yektiv omillar sifatida obyektga sistematik (doimo) ta'sir etuvchi turli obyektiv sabablar (siyosiy, iqtisodiy, tabiiy, ijtimoiy) tushuniladi. Ular obyektga (uning ko'rsatkichlariga) makrodarajada va global (planetar, regional) darajada ta'sir etadi.

3) Tabiiy va sun'iy omillar. Tabiiy omillar – bu tabiiy ravishda paydo bo'luvchi va faktorli tizimda doimiy mavjud, surunkasiga ta'sir etuvchi omillar. Ularga, masalan, tabiiy, iqtisodiy va ijtimoiy qonunlarni, tabiiy ofatlarni kiritish mumkin. Sun'iy omillar – bu faktorli tizimda epizodik tarzda mavjud bo'luvchi va maqsadli-sub'yektiv ravishda xosil qilinuvchi omillar. Ularga, masalan, davlatning regulyativ siyosati va menejment ta'sirlarini kiritish mumkin.

4) Boshqarilmas va boshqariluvchi omillar. Boshqarilmas omillar – bu obyekt va sub'yektga bog'liq bo'lmagan va prognoz qilinishi qiyin bo'lgan fors-major omillar. Boshqariluvchi omillar – bu sub'yektlar tomonidan tahlil asosida prognoz qilinuvchi va boshqarilishi mumkin bo'lgan omillar.

5) Tashqi va ichki fundamental omillar. Tashqi omillar – bu biror bir mamlakat yoki sub'yektga nisbatan tashqaridan doimiy yoki davriy ta'sir etuvchi omillar. Ularga, masalan, quyidagilarni kiritish mumkin: jahon miqyosidagi uzun iqtisodiy sikllar, hom ashyoning strategik turlariga bo'lgan narxlarning o'rta muddatdagi sakrashlari, xalqaro nizolar (jumladan terrorizm, urushlar), krizis holatidagi yirik xalqaro bozorlar, rivojlanib va takomillashib borayotgan jahon globallashuvi talablari, idrok qilinmaydigan tabiiy ofatlar (kataklizmlar).

Ichki omillar – bu biror bir mamlakat yoki sub'yekt (region) doirasida doimiy yoki davriy ta'sir etuvchi omillar. Ularga, masalan, quyidagilarni kiritish mumkin: mulkchilik tizimi tuzilmasi, jamiyatning siyosiy va ijtimoiy-iqtisodiy rivojlanish modeli, tradision boyliklar (qadr-qiyamat, mentalitet, urf-odat), iqtisodiyotning moliyaviy va tarmoqiy tuzilmasi (monetizasiya darajasi, davlat tomonidan ichki moliyaviy resurslarni sarflanishi, inflyasiya, xususiy lashtirish siyosati, antimonopol, byudjet-soliq, monetar siyosatlar, bozor infratuzilmasi modeli va h.k.).

Alohida ho'jalik sub'yekti doirasidagi omillarga quyidagilarni kiritish mumkin: menejment, kompaniya traditsiyalari, bozor segmentiga orientatsiyalanishi, korporativ, iqtisodiy, moliyaviy, ishlab chiqarish, mehnat va ijtimoiy himoya siyosatlarini, psixologik muhit, korporativ madaniyat va h.k. Bularning barchasida xizmatchi va ishchilar, hamda shaxs omili katta ahamiyatga ega.

Moliya bozori rivojlanishini shakllantiruvchi omillar quyidagicha (1.4.1-jadval) tasniflanishi va tavsiflanishi mumkin.

Moliya bozori quvvati potentsialiga (1.1, 3.1, 3.3 paragraflarga qaralsin) umuman olganda yuqorida ko'rsatilgan barcha omillar ta'sir ko'rsatadi. Bularning hammasini baravariga hisobga olish murakkab masala hisoblanadi.

1.4.1-jadval

Moliya bozori omillarining tasnifi

Tasnif guruhi	Asosiy omillar
Tashqi omillar	<ul style="list-style-type: none"> • moliyaviy globallashuv tendentsiyalari • iqtisodiy sikllar va ularga mos inqirozlar • jahon bozorida narxlar • jahondagi nobarqarorlik: ofat va kataklizmlar, urush va revolyutsiyalar, terrorism va h.k.
Ichki fundamental omillar	<ul style="list-style-type: none"> • jamiyatning tanlagan ijtimoiy-iqtisodiy va siyosiy rivojlanishi modeli • jamiyatning ijtimoiy-madaniy rivojlanishi • makroiqtisodiy sharoit va investitsiya muhiti • resurslarga egaligi va h.k.
Maxsus indikativ omillar	<ul style="list-style-type: none"> • risk darajasi • raqobatbardoshlik va moliyaviy xavfsizlik darajasi • inson omili muhiti • bozor infratuzilmasining rivojlanganligi va uni xalqaro darajada integrallashganligi • davlat institutlarining rivojlanganlik darajasi • biznes muhiti • informatsion ochiqlik, transparentlilik va h.k.

Moliya bozori emission, investitsion, funktsional va operasion quvvat potentsialni aks ettirgani uchun ularning ichidan ichki fundamental bo'lgan dominantlarini tanlab olish maqsadga muvofiq.

Ularning asosiylari quyidagilar: moliyaviy; siyosiy va tashkiliy-huquqiy; ijtimoiy; iqtisodiy; investitsion risk va faollik va h.k. omillar.

Umuman olganda, sanab o'tilgan barcha omillar moliya bozoriga xos voqeliklar rivojini shakllantiradi.

Savollar

1. Omilning mazmuni nimadan iborat?
2. Voqelikning mazmuni nimadan iborat?
3. Sabab va oqibat kategoriyasi negizida omil va voqelikni o'zaro bog'liqligi qanday namoyon bo'ladi?
4. Omillarning qanday turlarini bilasiz?
5. Omillar ta'siri qanday o'lchanadi?

Topshiriqlar

1. Omil va voqelikning o'zaro transformatsiyasini tushuntiring.
2. Omillarni tasniflang.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

1.5. Moliya bozorida amalga oshiriladigan bitim va operatsiyalar mazmuni va turlari

Moliya bozorida barcha xatti-harakatlar me'yorlangan bitim (shartnoma) va ular negizidagi operatsiyalar bilan belgilanadi.

Moliyaviy bitim – odatda ikki tarafning moliyaviy instrument bo'yicha mulkiy huquqni o'tishi yoki moliyaviy xizmat ko'rsatish to'g'risidagi ixtiyoriy kelishuvi bo'lib, o'zida taraflarning kelishilgan predmet (matlab) bo'yicha huquqlari, majburiyatlari, javobgarliklari, o'zaro hisob-kitob shartlari, bajarish muddatlari va boshqa qo'shimcha shartlarni ifodalaydigan yuridik hujjat.

Moliyaviy bitim predmeti doirasida quyidagi operatsiya larni amalga oshirish uchun asos bo'lishi mumkin: sotish va sotib olish, mulkka egalik huquqini berish, xizmat ko'rsatish va h.k.

Shartnoma bo'yicha moliyaviy instrument bilan bog'liq operatsiya yoki xizmat – bu taraflarning kelishuvi asosida belgilangan tartibda bajaradigan xatti-harakatlari ketma-ketligi majmuasi.

Bitimni quyidagi jihatlar (aspektlar) nuqtai nazaridan ko'rish mumkin: tashkiliy-texnik, iqtisodiy, huquqiy va ijtimoiy-etik.

Tashkiliy-texnik aspekt taraflarning shartnoma (kontrakt, bitim) tuzish va uni bajarish uchun zarur bo'lgan xatti-harakatlar tartibi va

tizimini qamraydi. Ushbu aspekt doirasida yuridik hujjat – shartnoma (kontrakt, bitim) shaklida tuziladi. Bunda shartnoma dokumentar yoki elektron shakllarda tuzilishi mumkin.

Iqtisodiy aspektda shartnoma ma'lum iqtisodiy maqsadga erishishga yo'naltiriladi, uning doirasida shartnoma predmeti va obyekt belgilanadi hamda o'zaro hisob-kitob tartibi aniqlanadi.

Huquqiy aspektda shartnoma bo'yicha taraflar tomonidan amalga oshiriladigan huquq va majburiyatlar, nizolar natijasidagi mulkiy javobgarlik belgilanadi.

Ijtimoiy-etik aspektda shartnoma obyektiga nisbatan taraflarning ishonch darajasi aniqlanadi. Umuman, ijtimoiy-etik aspekt shartnomaga nisbatan jamoatchilik fikrini aks etadi, shuning uchun taraflardan shartnoma tuzish va uni bajarish chog'ida ma'lum etik me'yor va tartiblarga rioya qilishni talab etadi.

Shartnomada quyidagilar bo'lishi lozim: shartnomaning nomi, nomeri, sanasi, tuzilish joyi; shartnoma taraflarining nomi, uni tuzishga mas'ul shaxslar; shartnoma predmeti va obyekt; iqtisodiy parametrlar (obyekt soni, hajmi, narxi va boshqa ko'rsatkichlari); shartnomani bajarish muddati, o'zaro hisob-kitob sharti, muddati va shakli; taraflarning huquq va majburiyatlari, shartnomani bajarmaslik yoki belgilanganidek bajarilmasligi uchun javobgarlik; alohida va qo'shimcha shartlar; taraflarning yuridik adreslari, rekvizitlari va muhrlari bilan tasdiqlangan imzolari.

Shartnoma yuridik tasdiq yoki xulosaga ega bo'lishi shart. Ma'lum holatlarda notarial tasdiqlanishi mumkin.

O'zaro shartnomalar to'g'ridan-to'g'ri yoki vositachi orqali tuzilishi mumkin.

Shartnomalarda quyidagi operatsiya lar nazarda tutilishi mumkin: birjaviy, nobirjaviy, ulgurji, chakana, yirik, mayda, ichki, tashqi, kassaviy, muddatli, to'liq, bo'lingan, ko'paytirilgan, oddiy, murakkab, tezkor, muddati cho'zilgan, uzoq muddatli, bog'liq, bir marotabalik, qarama-qarshi, to'g'ridan-to'g'ri, teskari, yordamchi va h.k.¹⁵

Shartnomalar faoliyat (xizmat) turlari, maqsadlari, moliyaviy instrumentlar bo'yicha farqlanishi mumkin.

¹⁵ Шохъазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга I.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-728 с.; Шохъазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-847 с.; Шохъазамий Ш.Ш. Секьюризметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.;

Har bir operatsiya qonunchilikda belgilangan tartibda, muddatda, hajmda va narxda bajariladigan maqsadli xatti-harakatlarning ma'ium ketma-ketligi (me'yorlangan algoritmi) to'plamidan iborat bo'ladi.

Operatsiya ni bajarish algoritmi – bu maqsadga erishish borasidagi tartibli xatti-harakatlarning ketma-ketligi.

Shartnomani bajarish algoritmi – bu shartnomaning maqsadiga erishish bo'yicha taraflarning bajaradigan operatsiya larining me'yorlangan tartibi.

Savollar

1. Bitim va operatsiya tushunchalarining mazmuni nima?
2. Shartnomaning qaysi jihatlarini bilasiz?
3. Shartnoma qanday qismlardan iborat?

Topshiriqlar

1. Shartnoma loyahasini tuzing.
2. Bitimning yuridik konstruksiyasini ifodalang.
3. Bitimning iqtisodiy mazmunini tushuntirig.
4. Terminlar lug'atini tuzing.

1.6. Moliya bozorining iqtisodiy modeli

Ushbu bobning 1.1 paragrafida aytilganlardan kelib chiqib, moliya bozorining iqtisodiy modelini ifodalash mumkin. Ushbu model matematik shaklda ekzogen (kiruvchi) va endogen (chiquvchi) o'zgaruvchi parametrlar bog'liqligini, ya'ni ekzogen parametrlarning (A) endogen parametrlarga (B) ta'sirini, ifodalaydi¹⁶.

Moliya bozori kon'yunkturasi moliya instrumentlari bo'yicha talab va taklifdan shakllanadi.

Moliya instrumentiga (MI) talab Q^d uning bozor narxi (kursi) P_a va jamg'armalar hajmiga S hamda inflyasiyani hisobga oluvchi daromad stavkasiga r bog'liq, ya'ni

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

Taklif esa Q^s moliya instrumentining bozor narxi P_a va daromad stavkasiga r hamda talab qilinadigan investitsiya hajmiga I bog'liq, ya'ni

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

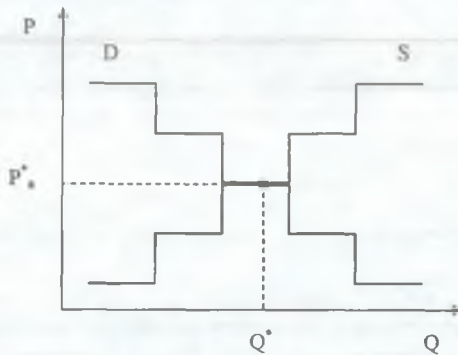
¹⁶ Менкью Н.Г. Макроэкономика: Пер. с англ.-М.: Изд. МГУ, 1994.-736 с.;
Шохаъзамий Ш.Ш. Рынки: финансовые и ценных бумаг.-Т.: ТФН, 2003.-196 с.;
Шохаъзамий Ш.Ш. Основы секьюритетрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.

Bunda P_a ikki omil bilan belgilanadi: talab va taklif nisbati; MI bo'yicha kapitalizatsiyalangan daromad hajmi. O'z navbatida, daromad stavkasi r quyidagilarga bog'liq: daromadning real stavkasi R va inflyasiya darajasi; daromad hisoblanadigan muddatlar soni n .

Bozor narxi P_a talab va taklif muvozanati sari o'zgaradi, ya'ni:

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

Shunday qilib, (1), (2), (3) tenglamalar moliya bozorining iqtisodiy modelini tashkil qiladi. Tenglamalarda r va S - ekzogen parametrlar (A), P_a , I (MI sotish evaziga jalb qilingan investitsiyalar Q) - endogen parametrlar (B). Ushbu parametrlarning o'zaro bog'liqligini (ularning qiymatini avvaldan ma'lum deb olib) 1.6.1-rasmda ko'rsatilganidek talab va taklifning muvozanat modeli ifodalash mumkin.



1.6.1-rasm. Talab va taklifning muvozanat modeli

Bu model (1.6.1-rasm) yordamida S, I yoki r larning o'zgarishi moliya bozoriga qanday ta'sir ko'rmatishini ko'rish mumkin. Masalan, S oshishi bilan Q^d o'sadi, r oshishi bilan esa Q^s kamayadi, bu holda narxning muvozanat qiymati P_a^* ortadi, MI miqdorining muvozanat qiymati esa Q^* kamayadi. Grafikda (1.6.1-rasm) talabni ifodalaydigan zinasimon chiziq moliya instrumentiga bo'lgan talab va uning narxi P_a o'rtasidagi nisbatni aks etadi. Taklifni ifodalaydigan zinasimon chiziq taklif qilinadigan moliya instrumenti va uning narxi P_a o'rtasidagi nisbatni aks ettiradi. Grafikda har ikkala chiziqning kesishuv nuqtasi bozordagi narxning muvozanat holatini ko'rsatadi, ya'ni taklif qilingan moliya instrumentlari talabga mos keladi.

Aytish joizki, shunga o'hashash model U.Sharp¹⁷ tomonidan ham ifodalangan.

Boshqarish tizimlari nazariyasiga asosan¹⁸ V va A nisbatini moliya bozorining o'tkazish funktsiyasi sifatida ifodalash mumkin, ya'ni:

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

Ushbu ifoda (5) investitsiyalar va moliya bozoridagi tebranishlar o'rtasidagi bog'liqlikni tushuntiradi, moliyaviy instrumentlarga investitsiyalarni yo'naltirish to'g'risida qaror qabul qilish imkonini beradi. $W(Q^d, Q^s)$ ko'rsatkichi qiymati moliya bozorining jalbdorligini ham ifodalaydi. Masalan, $W(Q^d, Q^s)$ ning kamayishi investitsiyalarning qisqarishiga hamda Q^d ni pasayishiga olib keladi.

Bundan tashqari, $W(Q^d, Q^s)$ nazariyasi moliya bozoridagi tebranishlar mahsulot ishlab chiqarish va bandlikning tebranishlari bilan o'zaro yaqin bog'langan deb qabul qilishga asos bo'la oladi.

Agar $W(Q^d, Q^s)$ va $A(r, S)$ o'zgaruvchilarning qiymatlari ma'lum bo'lsa, $B(P_a, Q)$ o'zgaruvchini moliya bozorining iqtisodiy modeli bo'yicha natijaviy funktsiya deb qabul qilish mumkin. Bu funktsiya moliya bozorining iqtisodiyotdagi rolini na faqat «barometr» sifatida, balki moliyaviy resurslarni raqobat va kon'yunktura (talab va taklif) ta'siri asosida taqsimlanishi va qayta taqsimlanishi jarayonlarining regulyatori sifatida ham ifodalaydi.

Aytish joizki, keltirilgan nazariy xulosalar va qonuniyatlar Dj.Tobin¹⁹ nazariyasi bilan hamohangdir.

Savollar

1. Qimmatli qog'ozlar bo'yicha talab va taklif nima?
2. Talab va taklifni muvozanati nima ma'noni bildiradi?
3. O'tkazish funktsiyasi nima?

Topshiriqlar

1. Qimmatli qog'ozlar bozori kon'yunkturasini tahlil qiling.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

¹⁷ Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-с.95-114.

¹⁸ 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.; Шохазамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.; Шохазамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-421 с.

¹⁹ 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.

1.7. Moliya bozorining muvozanat holatini ifodalovchi modellar

Ma'lumki, barcha mamlakatlarda moliya bozorining faoliyati muvofiqlashtiriladi va nazorat qilinadi. Shu munosabat bilan, uni muvozanatlashuvchi (tartiblashtiriluvchi) kvazianalog model sifatida ifodalash mumkin (1.1.5-rasmga qarang). Bundan maqsad – moliya bozorining tartiblashtirilishi qonuniyatlarini to'g'ri tushunishdir.

Bu modelning faoliyati matematik ko'rinishda formallashtirilishi mumkin, ya'ni uni quyidagi ko'rinishdagi matematik tenglamalar yechimiga keltirish mumkin:

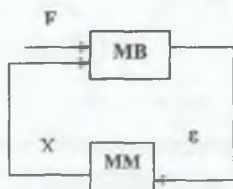
$$AX - F = \varepsilon \quad (1.7.1)$$

ko'rinishidagi algebraik tenglamalar sistemasiga (tenglamada ε minimum qiymatga intiltiriladi) yoki

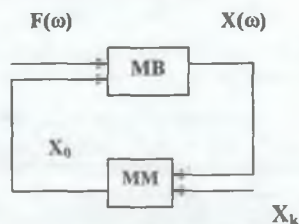
$$\Omega(dx/d\omega) + A(x)X = F(\omega), \quad x(0) = x_0 \quad (1.7.2)$$

ko'rinishidagi oddiy differentsial tenglamalar sistemasiga.²⁰

(1.7.1) va (1.7.2) tenglamalar asosida moliya bozorining muvozanat holatiga erishish mos ravishda 1.7.1-rasm va 1.7.2-rasmga ko'rsatilgan tuzilmaviy modellardagidek tashkillashtiriladi.



1.7.1-rasm. Tenglama (1.7.1) asosidagi model



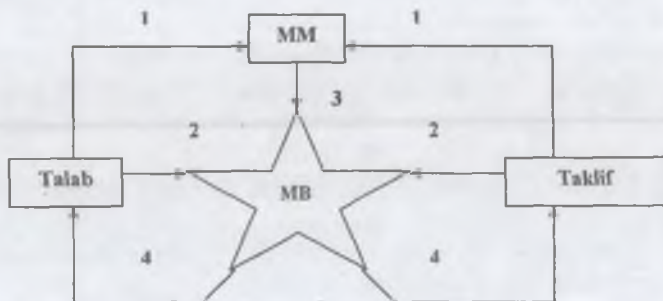
1.7.2- rasm. Tenglama (1.7.2) asosidagi model

1.7.1- va 1.7.2-rasmlardagi modellarga ko'ra²¹ tenglamalarning matematik yechimi moliya bozorining muvozanat holatini anglatadi.

Mazkur modellar asosida moliya bozorini tartiblashtirishning makroiqtisodiy darajadagi tuzilmaviy-funksional modeliga 1.7.3-rasmga ko'rsatilganidek o'tish mumkin. Modelda ko'rsatilgan raqamlar uning unsurlarini moliya bozoriga ta'siri va o'z navbatida moliya bozorini unsurlarga ta'siri ketma-ketligi tartibini bildiradi.

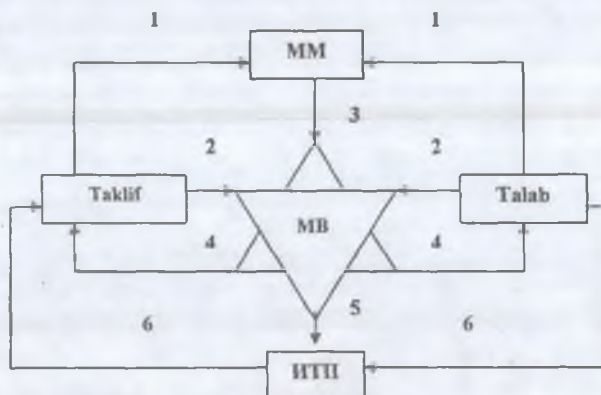
²⁰ Oliy matematikadagi Koshi masalasi.

²¹ Ushbu 1.7.1- va 1.7.2-rasmlardagi modellarda: MB – moliya bozori; MM – muvozanatlashitiruvchi mexanizm; F – ta'sir etuvchi omillar; X – tartiblashtirish parametrlari, X_0 – boshlang'ich tartiblashtiruvchi diskretdagi parameter; X_k – navbatdagi tartiblashtiruvchi diskretdagi paramet.



1.7.3-rasm. Moliya bozorini makroiqtisodiy tartiblashtirish modeli

Ilmiy-texnikaviy progressning (ITP) iqtisodiyot rivojlanishidagi rolini hisobga olgan holda aytish mumkinki, ITP mos ravishda moliya bozori kon'yunkturasiga ham ta'sir ko'rsatadi. Bu esa oldingi model (1.7.3-rasm) asosida moliya bozorining makroiqtisodiy darajadagi tuzilmaviy-funksional modeliga 1.7.4-rasmda ko'rsatilganidek ifoda etish mumkinligini bildiradi.



1.7.4-rasm. Moliya bozorini ITP ta'sirida makroiqtisodiy tartiblashtirish modeli

Savollar

1. 1.7.1-rasmda keltirilgan model qanday matematik qonuniyatga asoslanadi?

2. 1.7.2-rasmda keltirilgan model qanday matematik qonuniyatga asoslanadi?

3. 1.7.3-rasmda keltirilgan model qanday ishlaydi?

4. 1.7.4-rasmda keltirilgan model qanday ishlaydi?

Topshiriqlar

1. Muvozanatlashuvchi kvazianalog asosida moliya bozorini tartiblashtirish modelini ifodalang.

2. 1.7.4-rasmda keltirilgan modelda ITP ahamiyatini asoslang.

3. Terminlar lug'atini tuzing.

1.8. Moliyaviy instrumentning bozor qiymati va narxi, ularni o'zaro ekvivalent bog'liqligi

Moliyaviy instrument bozor munosabatlari obyekti (ne'mat, tovar va kapital) sifatida muomalada bo'lishi uchun u ma'lum xossalarga ega bo'lgan holda sifatiy va miqdoriy ko'rsatkichlarga, iqtisodiy va informatsion ta'minotga hamda yuridik konstruktsiya va huquqiy bazaga ega bo'ladi. Uni bir sub'yektdan boshqasiga qonuniy o'tishida uning qiymatini baholash va narxni shakllantirish tushunchalari yuzaga keladi.

A.Smit²² fikricha: "Har qanday alohida olingan tovar bozor narxi uning bozorga olib chiqilgan miqdori va ushbu tovarning tabiiy narxi yoki to'liq qiymatini to'lab berishga tayyor bo'lganlar tomonidan unga bo'lgan talab nisbati bilan aniqlanadi." Ushbu ta'rifga ko'ra, tovarning, shu jumladan moliyaviy instrumentning ham, tabiiy narxi deganda erkin (ochiq va effektiv) bozorda tabiiy holda talab va taklif asosida shakllanadigan narx tushuniladi.

Effektiv (samarali) bozorda moliyaviy instrumentning shakllangan bunday narxi uning moddiy boylik (ne'mat, kapital, investitsiya) sifatidagi qiymatiga vaqtning har bir momentida mos kelishi mumkin, bu esa natijada moliya bozori va uning obyekti to'g'risidagi barcha axborot bozor narxlarida bevosita va to'liq o'z aksini topadi degan xulosaga kelish mumkinligini bildiradi. Mazkur xulosa tasdiqi sifatida qimmatli qog'ozlar effektiv bozori ta'rifini keltirish mumkin: "Har bir qimmatli qog'ozning narxi uning investision qiymati bilan vaqtning har bir momenti (ongi)da mos keluvchi bozor – bu effektiv bozordir"²³.

²² Uning "Исследование о природе и причинах богатства народов" nomli mashhur asarida keltirilgan.

²³ У.Шарп, Г.Александр, Дж.Бейли. Инвестиции. -М.: Инфра-М, 1999.

Dj.Merfi²⁴ iborasiga ko'ra: "Bozor har nimani hisobga oladi". Boshqacha qilib aytisak: "Bozor narxlari har nimani o'zida aks ettiradi". Bunda narxni shakllantirish va belgilash esa bozorning (jumladan moliya bozorining ham) muhim funksiyalaridan biri bo'lib, resurslarning qayta taqsimlanish indikatorini (ko'rsatkichi) hisoblanadi. To'liq qiymati deganda esa, odatda, uning miqdorini unga ketgan to'la sarf-xarajatlar asosida ekspert tomonidan baholangan miqdori tushuniladi. O'z-o'zidan ko'rinib turibdiki, narx va qiymat o'zaro bog'liq bo'lsada, lekin ular mazmunan turli tushunchalar ekanligini payqash mumkin. Ya'ni narx qiymat emas, zero ular ideal holda teng bo'lishi mumkin. Odatda bu hol kamdan-kam uchraydi, uchrasa ham, ular muvozanati o'zgaruvchan omillar ta'sirida tezda buziladi va q.k.

Demak aytish mumkinki, har qanday obyekt (tovar)ning adolatli qiymatini baholash va obyektiv narxini shakllantirishni bir-biri bilan bog'liqlikda amalga oshirish maqsadga muvofiq.

Shu munosabat bilan, quyidagi tushuncha va qarashlar o'rinni²⁵.

Agarda qiymat va narxning o'zaro bog'liqligini hisobga olsak, narx qiymatning bozor munosabatlarida kon'yunkturaviy (ya'ni talab va taklifga ko'ra) belgilanadigan pul birligidagi ifodasi deb qabul qilinishi mumkin. Shu o'rinda ta'kidlash zarurki, iqtisodiyot fanlari doirasida qiymat va narx tushunchalari o'zbek va rus (jumladan barcha xorij) tillarida chop etilgan adabiyotlarda ma'lum darajada farqlanadi. Masalan, o'zbek tilidagi adabiyotlarda, narx va bahoning sinonim terminlar deb talqin qilinadi. Zero, rus tilidagi iqtisodiy adabiyotlarda²⁶ esa chet ellardagidek (AQSh, Yevropa mamlakatlari, Yaponiya va h.k.) qiymat («stoimost», ya'ni ruscha kirill alifbosida – «стоимость», inglizcha – «cost»), «value», «appraisal», «assess») va uning moliyaviy (puldagi) bahosi (ya'ni hisoblanib topilgan baho – «otsenka» (ruscha kirill alifbosida – «оценка»), inglizcha – «estimation», «valuation», «mark») hamda narx («sena (ruscha kirill alifbosida – цена)», inglizcha – «price») turli tushuncha deb ta'kidlanadi. Rus tilidagi «sebestoimost» degan termin esa o'zbek tiliga, negadir, «tannarx» deb tarjima qilingan.

²⁴ Dj. Merfi. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика - М.: Диаграмма, 2000.

²⁵ Шохъязамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. - Т.: Iqisod-moliya, 2010.-421 с.; Тизимли молья инжиниринги. - Т.: Fan va texnologiya, 2012.-796 б.; Shoha'zamiy Sh.Sh. Bozor asoslari. /Darslik. - Т.: Fan va texnologiya, 2012.-214 б.

²⁶ Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.-688 с.; Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. - М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с.; Шохъязамий Ш.Ш. ва бошқалар. Мулк ва уни бақолаш хизматлари бозорлари ҳақида реал иқтисодийотнинг узаро макрорегулятив бақолашлиги: муаммолар ва назарий қарашлар. //Молия. -Т., №4, 2010.-6.58-63; Турли мулк қийматини бақолашнинг услубий асослари: тизимлаштирилган назарий тўшунчалар, ёндашув ва усуллар //Биржа эксперт. -Т., №3, 2011.-6.6-11; www.appraiser.ru. www.inrsa.ru.

Fikrimizcha, aynan bunday tarjima O'zbekistonda qiymat va narx tushunchalariga ma'lum darajada chalkashlik kiritmoqda. Shu munosabat bilan va jahon baholash amaliyotida qiymat narx emas deb qabul qilinganligini hisobga olib, fikrimizcha, «tannarx» so'zini rus tilidagi «sebestoimost (ruscha kirill alifbosida – себестоимость)» va ingliz tilidagi «cost», «appraisal», «assess», «value» so'zlariga mos ravishda «tovar yoki mahsulotni sotib olish, yaratish, ishlab chiqarish harajatlarini jamlab hisoblab topilgan qiymati» (qisqacha – «sarfqiymat»²⁷) yoki jami sarf-harajatlar sarhisobidan iborat qiymat mazmuniga monand «sarqiymat») deb yuritilsa bo'ladi.

“Baholash” (otsenka, appraise, estimation, valuation, mark) so'zi bir necha ma'noni – narxni aniqlash, qiymatni belgilash (baholash), naflik va qimmatlilik darajasiga baho berish, miqdorni baholash, nimanidir sifati yoki qadr-qimmatini to'g'risida xulosa chiqarish jarayoni – ma'nolarni anglatadi. Bunda “baho” atamasi baholashning sharti va maqsadi mazmuniga qarab bir necha ma'noni – baholash doirasidagi harakatni, qiymat haqidagi xulosani, yohud tadqiqot natijalari bo'yicha xulosalarni – anglatishi mumkin. Shunga ko'ra, «baholovchi» degan so'z ruschada «otsenshik» (ruscha kirill alifbosida – «оценщик») va inglizchada «appraiser» deb qabul qilingan.

Afsuski, ba'zilarining qiymat, narx, qimmat, baho kabi terminlar talqinida hanuzgacha noaniqliklar mavjud. Xususan, narx va baho sinonim so'zlar deb qaraladi. Bundayi chalkashlik holati, fikrimizcha, K.Marksning “Kapital” asarini rus tiliga tarjima qilishda nemis tilidagi “Wert” so'zini “qimmatli (ya'ni ruscha “sennost”, ruscha kirillda – ценность)” emas, balki “qiymat (ruscha “Stoimost”)” deb tarjima qilish evaziga yo'l qo'yilgan hatolikdan kelib chiqqan. Zero nemis tili “Wert” so'zi bilan bir qatorda “Kosten” so'zini ham o'z ichiga oladi. Bunda o'zbekcha “qiymat” hamda ruscha “Stoimost” so'zlari mazmunan nemischa “Kosten” so'ziga aynan mos. Ingliz tilida esa “Value” so'zi o'zbekcha “qimmatli” va ruscha “Sennost” so'zlari bilan mazmunan mos bo'lib “Cost” so'zi bilan almashtirilmaydi. Huddi shunday iqtisodiy kontekstda inglizcha “Price”, ruscha “Sena” so'zlari o'zbekcha “Narx” so'ziga mazmunan mos. Demak, nemischa “Kosten”, inglizcha “Cost” va ruscha “Stoimost” so'zlari o'zbekcha “qiymat” so'zi bilan

²⁷ Ushbu termin ikki so'zdan – “sarf” (uning sinonimi bo'lgan “xarajat” yoki “sarf-xarajat” so'zi) va “qiymat” so'zlari birikmasidan – iborat bo'lib, fikrimizcha, mazmunan “tannarx” so'zining o'mini bosishi mumkin Zero “tannarx” tenninidagi “tan” (yoki to'laroq shakli “tana”) so'zi (terminning birinchi o'zagi) o'zbek tilida, odatda, jonsiz mulkka (ya'ni ko'clunas, harakatlanuvchi (ko'char), intellectual va shular kabi boshqa mulk turlariga) emas, balki jonli mulk yoki odamga nisbatan ishlatiladi. “Tannarx” terminning ikkinchi o'zagi – “narx” – esa yuqorida aytilganidek “qiymat” so'zi bilan mazmunan mos kelmaydi.

mazmunan o'hashash. Nemischa "Wert", inglizcha "Value" va ruscha "Sennost" so'zlari esa o'zbekcha "qimmatli" so'ziga mazmunan mos. Shunday qilib, "qiymat", "Narx", "qimmatli", "Baho", "Baholash" kabi terminlarni buhgalteriya va audit, bank, moliya va investitsiya faoliyatlaridagi terminologik traditsiyalarni²⁸ hisobga olgan holda iqtisodiy leksikada o'z o'rnida qo'llash zarur.

Baho obyektini batafsil tahliliy o'rganish asosida uning qiymati, qimmatligi, nafligi va narxi to'g'risidagi xulosaviy fikr. Bundaiy fikr ekspert baholash yo'li bilan shakllanadi. Shu bilan birga, narx bahosi sotuvchi taklifi va xaridor tanlovini belgilab beruvchi omil.

Baho – tovar nafililigining puldagi ifodasi bo'lib, uning miqdori tovar qiymatini baholash asosida aniqlanadi. Baholash – obyekt qiymati, qimmatligi, nafligi, qiymati va narxiga baho berish jarayoni bo'lib, uni ekspert miqdoriy, sifatiy va organoleptik baho berish usullarida bajarishi mumkin.

Baholash faoliyati – kasbiy malaka va vakolatga ega bo'lgan ekspertning holisona baholash ishi.

Narx odatda sodir etilgan oldi-sotti harakatini bildiradi va bozor sharoitini ifodalovchi muaiyyan holatlarda aniq taraflarni bitim tuzishi uchun to'lashga tayyor bo'lgan pul summasini bildiradi.

Harajatlar ma'lum maqsadlarda sarflanishi mo'ljallangan resurslar miqdorining pul birligidagi ifodasi.

Sarfqiymat (yoki sarfqiymat) – biron bir mahsulot, xizmat, tovar, umuman mulkni ishlab chiqaruvchi tomonidan yaratish uchun ketgan to'g'ridan-to'g'ri va bilvosita harajatlar summasi miqdori. Harajatlar raqobatdor bozorlardagi tovarlar yoki xizmatlar yohud mulkning narxlariga bog'liq bo'lishi mumkin.

Boshlang'ich (start) narx – sarfqiymat, to'langan soliqlar va regalashtirilgan foyda miqdorlarining jami summasi sifatida baholanib, bozor sotuviga dastlabki tarzda taklif etiladigan narx. Ilk bor bozorga taklif etiladigan tovar bo'yicha boshlang'ich narx va boshlang'ich bozor qiymat bir-biriga teng bo'lishi mumkin.

Yuqoridagilar asosida terminologik aniqlik kiritish maqsadida aytish mumkinki, baho so'zini quyidagi kontekstda qo'llash mumkin:

²⁸ Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.-с.91-120: www.appraiser.ru. www.nursa.ru; Шоҳаъзамий Ш.Ш ва бошқалар. Турли мулк қийматини баҳолашнинг услубий асослари: тизимлаштирилган назарий тушунчалар, ёндашув ва усуллар//Биржа эксперт. -Т., №3, 2011.-6.6-11.; Sho'ha'zamiy Sh.Sh. Bozor asoslari. /Darslik - T.: Fan va texnologiya, 2012.-214 b.

- qiymatning baholovchi tomonidan hisoblab topilishi va baholashdan manfaatdor taraflar kelishuvi jarayonlarida uning (qiymatning) sifatiga, miqdoriga va o'zgarish tendentsiyasiga baho berish mazmunida;

- narxning obyektiv bozor kon'yunkturasi asosida shakllanishi va to'lanishi yoki bozorda sodir etilgan bitim shartlarini aks ettirilishi jarayonlarida uning (narxning) sifatiga, miqdoriga va o'zgarish tendentsiyasiga baho berish mazmunida.

Qiymat so'zini qiymatning baholovchi tomonidan hisoblab topilishi va baholashdan manfaatdor taraflar kelishuvi kontekstlarida, narx so'zini esa bozorning obyektiv kon'yunkturasi asosida shakllanishi va to'lanishi yoki bozorda sodir etilgan bitim shartlarini aks ettirishi kontekstida qo'llash mumkin.

Qiymat va narx quyidagilar uchun sharoit mavjud bo'lganida yuzaga keldi: samarali mulk tizimi, fuqarolik huquqlari obyektlari bo'yicha talab, naflilik, taklif, qimmatlilik va ularga sifatiiy va miqdoriy baho berishning ishonchliligi, mulk huquqining davlat kafolati va bunday huquqini bir shahsdan boshqasiga erkin o'tishi.

Qiymat, narx, baho, qimmat, harajat tushunchalari o'zaro bog'liqlikda bo'ladi. Bozor sharoitida qiymat odatda kelajakda mulkdan olinishi mumkin bo'lgan naf (foyda)ni nazarda tutadi. Zero kelajakdagi mulkdan olinadigan foiyda miqdori vaqt o'tishi bilan o'zgarishi munosabati bilan uning qiymati aniq kun (sana)ga baholanadi.

Bozor qiymati – raqobatli bozorning aniq sharoitlarida (uning balanslashgan kon'yunkturasi hisobga olgan holda) baholash obyektini adolat, halollik va axborot shaffofligi asosida yangi mulkdorga berilishi uchun to'lanishi ehtimol darajasi eng yuqori bo'lgan pul summasi.

Yuqorida berilgan fikr-mulohazalar asosida moliyaviy instrument qiymati va narxiga quyidagicha ta'rif berish mumkin.

Moliyaviy instrument qiymati – moliyaviy instrumentning ma'lum vaqt davridagi pul ekvivalentida ifodalangan va moliya bozori narxiga ekvivalent bo'lishi mumkin deb qabul qilsa bo'ladigan qiymatining bahosi bo'lib, uning miqdori aniq baholash maqsadlari va usullariga boqliq ravishda professional baholovchi, bozor ishtirokchilari, potentsial investorming adolat nuqtai nazaridan pragmatik hisob-kitoblarga asoslangan fikri bilan sub'yektiv belgilanadi.

Moliyaviy instrument narxi – moliya bozorining ma'lum vaqt davridagi talab va taklifi (obyektiv kon'yunkturasi) asosida sodir etilgan bitim shartlarini aks ettiruvchi moliyaviy instrument va uni sotuvchisi

bozor qiymatiga ekvivalent bo'lgan pul birligida to'lanadigan yoki unga mos nisbiy miqdor.

Likvidligi past va likvid bo'lmagan moliyaviy instrument bozor qiymati va uning bozor narxi mos ravishda bir-biriga bog'liqlik darajasi juda past bo'ladi va boqliq bo'lmaydi. Livkid moliyaviy instrument bozor qiymati va narxining o'zaro bog'liqlik darajasi esa yuqori bo'ladi.

Moliyaviy instrument qiymatining bozor bahosi – turli omillar ta'siridagi raqobat sharoitida holis baholovchi (ekspert) tomonidan baholanib va baholashdan manfaatdor taraflar tomonidan adolat nuqtai nazaridan bozor narxiga yaqin deb qabul qilingan adolatli qiymatdir.

Moliyaviy instrumentning obyektiv bozor narxi – bu moliyaviy instrumentning ochiq, yuqori darajada tashkillashgan va likvid bozorida talab va taklif hamda bozor harakati psixologiyasi asosida sodir bo'lgan ko'p sonli ixtiyoriy tuzilgan bitimlar qiymati asosida shakllangan obyektiv narxdir (joriy kon'yunkturaning natijaviy narxlari miqdoriga ko'ra belgilangan baho).

Shu o'rinda tovar (jumladan moliyaviy instrument)ning bozor qiymati va narxining iqtisodiy mazmuni va vazifalarini, ularnga ta'sir etuvchi omillarni eslatish maqsadga muvofiq.

Hozirda qiymat va narxning mazmunini ochib beruvchi quyidagi yondashuvlar mavjud:

- mumtoz yondashuvga (A.Smit, D.Rikardo) asosan qiymat va narx – tovarning pulda ifodalangan bahosi;

- neoklassik yondashuvga asosan qiymat va narx – tovarning foydaliligini baholovchi vosita;

- zamonaviy neoklassik yondashuvga asosan (A.Marshall) narx – ishlab chiqarish harajatlarining pulda ifodalangan chegaraviy foydaliligi hamda talab va taklif nisbati;

- qiymatni baholash nazariyasiga ko'ra, qiymat narx emas, baho ular to'g'risidagi xulosa. Chunki qiymat ekspertlar bahosi, narx bozor kon'yunkturasi natijasi bo'lib, uning tendentsiyasiga baho berish mumkin. Qiymat va narx o'zaro transformatsiyalanish xususiyatiga ega.

Demak, bozor narxi – nafli xisoblangan tovar (xizmat)ga bo'lgan talab va taklif nisbatining ma'lum bir nisbatida ushbu tovar (xizmat) ishlab chiqarilishiga sarflangan iqtisodiy resurslarning puldagi ifodasi.

Tovar (xizmat) narxi va qiymatining shakllanishiga ta'sir etuvchi quyidagi omillar mavjud:

- iqtisodiy harajatlar;

- talab va taklif nisbati;

- raqobatning turi va usullari;
- davlatning iqtisodiy siyosati;
- tovar (xizmat)ning foydaliligi;
- hubfiya iqtisodiyotning rivojlanganligi darajasi.

Narx va qiymatning quyidagi funktsiyalari mavjud:

- hisob yuritish funktsiyasi (narx va baho harajatlar va ijtimoiy takror ishlab chiqarishning barcha fazalarida ijtimoiy mehnat mahsullarini o'lash vositasi sifatida namoyon bo'ladi);

- hisob-kitob funktsiyasi (ishlab chiqaruvchi va iste'molchi hamda bank va soliq tashkilotlari o'rtasidagi turli majburiyatlar bo'yicha ushbu funktsiyani bajaradi);

- balanslovchi funktsiya (bozorda talab va taklif o'rtasidagi muvozanat o'rnatiladi);

- tartibga solish funktsiyasi (bozor narxi va qiymati, davlatning narx-navo siyosati iqtisodiyotni uning faolligiga ta'siri orqali tartibga solish vositasi funktsiyasini bajaradi);

- taqsimlash va qayta taqsimlash funktsiyasi ijtimoiy mahsulot qiymati va narxini, qiymat va narx unsurlari (harajatlar, daromad bozor kursi va riski, investitsiya va jamg'armalar)ni taqsimlash va qayta taqsimlash vositasi sifatida namoyon bo'ladi;

- raqobat vositasi funktsiyasi (agarda ishlab chiqaruvchilar, resurs egalari va iste'molchilar narx va qiymat yordamida raqobatlangansa, unda u raqobat vositasi funktsiyasini bajaradi);

- ijtimoiy funktsiya (ushbu funktsiya tovarni dotasion (byudjet mablag'lari xisobiga pasaytirilgan) narxda sotilishi chog'ida bajariladi).

Narxlar spredi – sotish va sotib olish narxlari oralig'i.

Iqtisodiyotda amal qilib turgan barcha qiymat va narx turlari ularning har biriga mos keluvchi tizimlar – qiymat tizimi va narx tizimi – tarkibiga kiradi. Bu tizimlar turli yo'nalishlar bo'yicha amal qiladi. Bunda qiymat va narx har doim turlari bo'yicha o'zgarib turuvchi kategoriyalardir.

Narxning shakllanishiga iste'molchilar katta ta'sir ko'rsatadilar. Narx belgilashda nafaqat iqtisodiy, balki psixologik omillar ham e'tiborga olinishi lozim. Bu yerda asosan iste'molchilarning narxni qabul qilish psixologiyasi yoki narxga munosabati hisobga olinadi.

Fond indeksleri – kompaniya aksiyasi uchun narxlar darajasi va dinamikasini xarakterlovchi son, bu son tegishli vaqt mobaynida indeks ro'yxatiga kiritilgan bo'ladi.

Moliyaviy instrumentning bozor narxi absolyut (milliy yoki horijiy valyutada) va nisbiy (kurs, kotirovka, indekslarda) ifodalanishi mumkin.

Aytish joizki, moliyaviy instrumentning bozordagi narxi va hajmining ko'paytmasi ideal holda bozorning umumiy aylanmasini bildiradi. Buning asosida bozor kapitalizatsiyasini va boshqa indikatorlarini aniqlash mumkin.

Moliyaviy instrument bo'yicha vaqtning ma'lum bir ongida (nuqtasida, diskretasida) talab va taklifning muvozanatiy narxi va muvozanatiy hajmi o'zaro mos kelib bir-biriga mutanosib bo'ladi. Bunda muvozanatiy narx va hajm mos ravishda moliyaviy instrumentning obyektiv bozor narxi va hajmini anglatadi.

Talab va taklif asosida moliyaviy instrumentning muvozanatiy narxi va hajmi ko'paytmasini vaqtning oniy nuqtasida ko'rish mumkin va vaqtning ma'lum davri ichida (vaqtning bir necha diskretalarida) o'zgarishini kuzatish mumkin. Vaqtning oniy nuqtasida (ya'ni bir diskretasida) moliyaviy instrument bo'yicha talab va taklif hamisha oniy muvozanatda bo'ladi, chunki vaqtning bir diskretasida bozorda taklif qilingan moliyaviy instrumentning hajmi va bahosiga talab qilingan narx va hajm to'g'ri keladi. Vaqtning bir necha diskretasida xosil bo'lgan oniy muvozanatiy narxlarning bir-biriga nisbatan o'zgarishi narxning ma'lum tendentsiyasini xosil qiladi.

Agar narxning ma'lum bir vaqt davri ichidagi diskretalari bo'yicha o'zgarishi tendentsiyasi gorizontaal chiziqda joylashsa, unda talab va taklif ila narxlar (jumladan, tovar hajmlari) barqaror bo'ladi. Bu chiziqdan har qanday (pastga yoki yuqoriga) nisbiy og'ish volatillikni (ya'ni baholarni sakrashini) keltirib chiqaradi. Bunda agar diskretalar tendentsiyasi gorizontaal chiziqqa nisbatan yuqoriga tomon yo'nalgan bo'lsa, unda bu chiziqni ko'tarilib boruvchi deb yuritiladi, aksincha holatda esa pastga tomon tushib boruvchi chiziq deyiladi. Ko'tarilib boruvchi chiziq narxlarni ortib borish tendentsiyasini bildiradi, pastga tomon tushib boruvchi chiziq esa narxlarni pasayishi tendentsiyasini anglatadi.

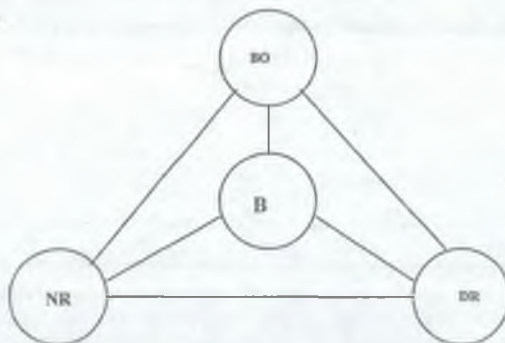
Moliya bozorida ikki holatni kuzatish mumkin. Birinchi holat: narxlar tendentsiyasi taklif etilajak moliyaviy instrumentlar hajmini belgilaydi. Ikkinchi holat: taklif etiladigan moliyaviy instrument hajmi narxlar tendentsiyasi belgilaydi.

Har ikkala holat bir-biri bilan uzviy bog'liq, bir-biriga bevosita ta'sir ko'rsatadi, bir-biridan ma'lum vaqt davrlarida kelib chiqadi. Lekin

har bir holatning vujudga kelishi, o'z navbatida, ta'sir etuvchi omillarga va turli risklarga bog'liq.

Odatga ko'ra, moliyaviy instrumentlar bozor qiymati va narxining o'zgarish tendentsiyalari sinxron xarakterlanadi. Natijada, moliya bozori (MB) va moliyaviy instrumentlar qiymatini baholash xizmatlari bozori (MQBXB) umumiy regulyator orqali o'zaro ekvivalent bog'liqlikda faoliyat ko'rsatadi. Mos ravishda, MB va real iqtisodiyot umumiy regulyator orqali o'zaro ekvivalent bog'liqlikda faoliyat ko'rsatadi (1.1.5-rasmdagi model hamda 1.7.1- va 1.7.2-rasmlardagi modellar mazmuniga qaralsin). Ushbu xulosaviy fikrlar quyidagilar bilan asoslanadi.

Moliyaviy instrument (MI) bir vaqtning o'zida MQBXB va MB obyekti bo'lganligi bilan, bu bozorlar tuzilmaviy va mazmunan farqlanadi (1.8.1-rasm va 1.2.1-rasm).



1.8.1-rasm. MQBXB funkstional-tuzilmaviy sxemasi

Ushbu 1.8.1-rasmdagi sxemada: B – holis baholovchi tashkilot (firma); BO – baholash obyekti – MI (asosan qimmatli qog'ozlar); DR – mulk qiymatini baholash faoliyatini tartibga solish (muvofiqlashtirish va nazorat qilish)ga vakolatli bo'lgan davlat regulyativ organlari; NR – o'zini-o'zi tartibga soluvchi (muvofiqlashtiruvchi) nodavlat notijorat tashkilotlari. Bunda aytish joizki, 1.8.1-rasmdagi sxemada jahon amaliyotidagi mulk qiymatini baholash faoliyati va uni tartibga solishning barcha mavjud modellari mujassamlashgan. Xususan, sxemadagi MQBXBning B-NR-BO fragmenti o'zini-o'zi tartibga solish modelini ifodalaydi, B-DR-BO fragmenti – davlat tomonidan tartibga solish modelini, B-DR-NR-BO shakli esa aralash modelni bildiradi.

Mazkur bozorlarning bir-biridan tuzilmaviy va mazmunan farqi 1.8.1-rasm va 1.2.1-rasm ko'rinishida ifodalangan sxemalarning shaklan va ularning har biriga mos faoliyat mexanizmdagi farqlar bilan izohlanadi. Bunday farq quyidagilar asosida namoyon bo'ladi.

Odatda avvalambor MIning qiymati kapital sifatida MQBxBda o'ziga xos yondashuv va usullar asosida maxsus baholovchi firmalar tomonidan holisona va adolatli baholanib, keyin tovar sifatida MBda savdo obyeksi bo'ladi (ya'ni transformastiyalanib transferlanadi). Aynan MBda tovarning kon'yunkturasi bog'liq holda MI obyektiv bozor narxiga ega bo'ladi. Ya'ni, uning qiymati holis baholovchi firma tomonidan asosli hisoblab topilib holisona adolatli baholanadi va MQBxBda uning joriy (muayyan bir vaqtdagi) bozor bahosi sifatida baholovchilar va mulk egalari tomonidan qabul qilinadi. Mazkur qiymat bahosi MBda dastlabki narx sifatida taklif etilib, uning ma'lum vaqtdagi obyektiv bozor narxi ushbu MBning kon'yunkturasi asosida belgilanadi. Ya'ni, aynan MBda, u obyektiv bozor narxiga ega bo'ladi. Bunda MI bozor qiymati omil sifatida uning bozor narxiga ta'sir ko'rsatadi. Bir vaqtning o'zida MIning bozor narxi omil sifatida uning bozor qiymatiga ta'sir ko'rsatadi. Ideal holda MB kon'yunkturasi asosida shakllangan MIning bozor narxi va mazkur MI qiymatining baholovchi tomonidan bajarilgan hisob-kitoblar asosidagi adolatli bahosi (ya'ni MQBxBda qabul qilingan bozor qiymati) bir-biriga tasodifan teng bo'lishi mumkin. Lekin bunday tasodifan ideal holat amaliyotda kamdan-kam vujudga keladi, agarda vujudga kelsa ham, turli omillar ta'sirida tezda bozor kon'yunkturasi ushbu muvozanat holatini buzadi. Aynan shunday ideal holat MQBxBda baholangan qiymat va MB narxi o'rtasidagi ekvivalentlik demakdir.

Yuqoridagi fikr-mulohazalar asosida aytish mumkinki, umuman olganda *MI qiymati uning narxi emas*. Lekin ular o'rtasida ideal holatda vaqtinchalik (qisqa vaqt ichida) muvozanat (tenglik) vujudga kelishi mumkin. Zero bunday holat ularni aynan bir xil tushuncha ekanligidan dalolat bermaydi. Ammo MIning bozor qiymati va narxini alohida olganda har biri o'zida omillar ta'sirini o'zgacha namoyon qilishiga qaramasdan ularning bir-biriga bog'liq holda o'zaro transformastiyalanishi ular o'rtasidagi ekvivalentlilik (analogiya, tenglik emas) xususiyati mavjudligidan dalolat beradi. Bu esa MI qiymati va narxi o'rtasida o'zaro ekvivalentlilik darajasini ta'minlash muammosini keltirib chiqaradi. Mazkur muammoning echimi sifatida, hech bo'lmasa ideal holatga yaqin bo'lgan chegara ichida, MI qiymatining bozor bahosi

va narxi miqdorlariga erishish yo'lini tanlash mumkin. Bunda MIning bozor qiymati va narxi ekvivalentligini ta'minlash jarayonida ular mutanosibligining buzilish riski me'yor darajasida bo'lishi va bunda davlatning regulyativ aralashuvi zarur. Zero ekvivalentlilikni buzilishi quyidagilarga olib keladi:

1) agarda MIning MQBXdagi qiymati bahosi va MBdagi narxi o'rtasidagi tafovut ularning ikkinchisi foydasiga bo'lsa, u holda MQBXdagi qiymat bahosi MB tomonidan baland narxlangan bo'ladi, ya'ni bu holat "ko'pik" xosil bo'lganini bildiradi;

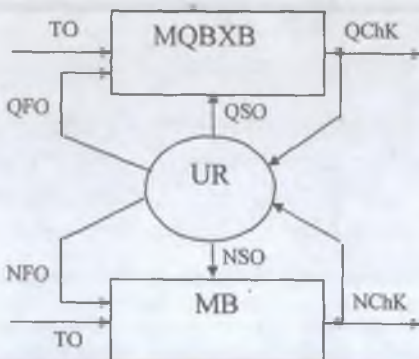
2) agarda MIning MQBXdagi qiymati bahosi va MBdagi narxi o'rtasidagi tafovut ularning birinchisi foydasiga bo'lsa, u holda MQBXB bahosi MB tomonidan past narxlangan bo'ladi, ya'ni bunda MIning bozor narxlarida "qadrsizlik" holati vujudga keladi.

Bunda MIning sarfqiymati uni bozor qiymati bahosi va narxining boshlang'ich asosi (bazisi) hisoblanadi. Chunki ushbu bazis MI qiymatining ham bozor bahosini holis baholovchi tomonidan hisoblab aniqlanishida va ham bozor narxini talab va taklif asosida shakllanishida MB munosabatlari ishtirokchilari tomonidan hisobga olinadi.

Yuqorida aytilganlar asosida aytish mumkinki, MI qiymatining MQBXdagi bahosi va MBdagi narxi orasidagi ekvivalentlilikni ta'minlash ushbu bozorlarni davlat tomonidan kompleks tartibga solinishini talab qiladi. Bunday talab umuman olganda har qanday turdagi MB va MQBXBni bir-biri bilan bog'liqlikda kompleks ravishda tartibga solinishini zarur degan fikrni bildiradi. Bunda makroiqtisodiy nuqtai nazardan har ikkala bozorni kompleks tartibga solish va buning asosida ularning ekvivalentlilikini ta'minlashda davlat (ya'ni uning vakolatli organlari)ning regulyativ funksiyasi muhim rol o'ynaydi. Shuning uchun iqtisodiy sistemologiya nuqtai nazaridan 1.8.2-rasmda ko'rsatilgan tuzilmaviy-funksional model o'rinli. Chunki, mazkur funksiyani umumiy regulyator (UR) yordamida samarali bajarilishi ushbu bozorlarning zaruriy ekvivalentlilik darajasiga erishish demakdir.

1.8.2-rasmda: TO – MQBXB va MBga bir vaqtda ta'sir ko'rsatuvchi tashqi omillar; QChK – MQBXB indikatorlari bo'yicha qiymat kontekstidagi chiqish ko'rsatkichlari; NChK – MB indikatorlari bo'yicha narx kontekstidagi chiqish ko'rsatkichlari. QFO va NFO – UR tomonidan ishlab chiqiladigan hamda mos ravishda MQBXB va MB funksiyalariga ta'sir etadigan ichki omillar. QSO va NSO – UR tomonidan ishlab chiqiladigan hamda mos ravishda MQBXB va MB tuzilmalariga ta'sir etadigan ichki omillar. UR, TOni hisobga olgan

holda, QChK va NChK asosida ichki omillar (QFO, NFO, QSO, NSO) ishlab chiqishdan iborat bo'lgan makro darajada muvozanatlaydigan mexanizm funktsiyasini bajaradi. Bu omillarning barchasi o'zaro sabab-oqibatlilik aloqasida bo'ladi.



1.8.2-rasm. UR orqali MQBXB va MB bog'liqligi asosida ular ekvivalentligini ta'minlashning tuzilmaviy modeli

Aynan shu fikr²⁹ nuqtai nazaridan ularni UR tomonidan o'zaro balanslashtiriluvchi MI qiymati baholari va narxlari bozori (MBNB) sifatida bir butun yaxlit bozor deb qabul qilish mumkin. Boshqacha qilib aytsek, har qanday mulk qiymat va narxga ega bo'lishi uchun mos ravishda faqat MQBXB va MBda ma'noga ega bo'lganligi va bir vaqtning o'zida ushbu bozorlarning obyekt sifatida namoyon bo'lishi sababli, MQBXB va MBni bir-biri bilan uzviy bog'liq, ya'ni analog (ekvivalent, o'xshash) bo'lgan hamda davlat tomonidan uning ijtimoiy-iqtisodiy siyosati doirasida o'zaro bog'liqlikda tartiblashtiriluvchi tuzilmaviy model (1.8.2-rasm) sifatida qarash mumkin.

Mohiyatiga ko'ra 1.8.2-rasmda aks ettirilgan model regulyastiyali o'z-o'zidan rivojlanuvchan murakkab dinamik tizim hisoblanib, unda MQBXB eng ideal holatda MB bilan aynan ekvivalent bo'ladi, demak, MBNB holatini va u orqali mamlakatdagi ijtimoiy-iqtisodiy hayotida ro'y berayotgan barcha voqea-hodisalarni ekvivalent ravishda ("barometr" sifatida) aks ettiradi. Fikrimizcha, faqat shundagina MBNB va real iqtisodiyotdagi jarayonlarning o'zaro uyg'unligi va barqarorligini makroregulyativ ta'minlash mumkin. Demak, MBNB va real iqtisodiyot

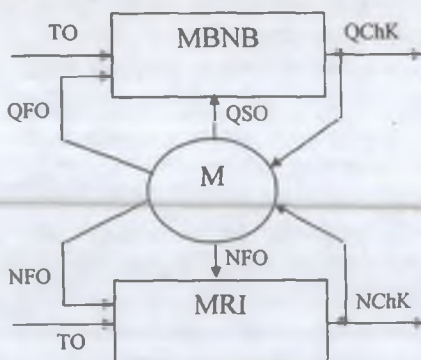
²⁹ Maskur 1.8.2-rasmdagi modelda ko'rsatilishicha, bozorlarning har biri mazmunan farqli, lekin bir-biri bilan UR orqali uzviy bog'liq bo'lganligi uchun ularni kompleks tartibga solish asosida ekvivalentligini ta'minlash mumkin.

davlatning zamonaviy ijtimoiy-iqtisodiy siyosati doirasida o'zaro uzviy bog'liqlikda qaralishi zarur. Aynan MBNBda MQBXB va MB bozori orasidagi zaruriy ekvivalentlik darajasini ta'minlash ushbu bozorlarni muvofiqlashtirish va nazorat qilishga mas'ul bo'lgan organlarning, ya'ni URning, bosh vazifasi hisoblanadi. Chunki mazkur vazifani samarali bajarilishi MBNB va real iqtisodiyotning o'zaro bog'liqlikdagi faoliyati va barqarorligini ta'minlaydi. Bunda MI qiymati va narxi ekvivalentligini ularning ekvivalentlilik riski darajasidan oshmagan miqdorida ushlab turish MQBXB va MB professional institutlarining muhim vazifalaridan biri hisoblanishi lozim. Ushbu vazifaning bajarilishi (ya'ni MI qiymati va narxining o'zaro ekvivalentligini ta'minlash) mumkinligi MQBXBda baholangan MI qiymati MB narxiga va aksincha narxni qiymatga transformatsiyalanib transferlanishi, bunda har bir bozorning harakati tendentsiyalari omillar ta'sirini o'zida turlicha (o'zgacha) namoyon qilishiga qaramasdan sinxron kechishi va bu bozorlarning o'zaro regulyativ bog'liqligi³⁰ (1.8.2-rasm) bilan belgilanadi. Bu vazifa o'z-o'zidan MIning har qanday turini hududiy tizimlashtirilgan tasnifiy guruhlar va ular doirasidagi guruhcha va toifalari bo'yicha MQBXBda baholangan bozor qiymatlari va MBda belgilangan bozor narxlar retrospektiv tarixiy jamlanib boriluvchi miqdorlari va hisobotlari bir butun umumiy informatsion (axborot) bazasi yaratilishi maqsadga muvofiqligini bildiradi. Bunday axborot bazasining foydaliligi shundan iboratki, unda tarixiy sanalar bo'yicha tizimlashtirilib jamlanib borilgan MIning avval baholangan qiymatlari miqdori va hisobotlaridan joriy sanada ko'rilayotgan MI qiymatini tegishli mezon va tuzatishlar yordamida avtomatlashtirilgan ravishda baholashda foydalanish mumkin. Bu esa baholash ishlarining murakkablik darajasini o'xshash baholash obyektlaridan foydalanish va bunda barcha hisob-kitoblarni mavjud har uchchala yondashuv (harajatlar, daromadlarga va qiyosiy solishtirishga asoslangan yondashuvlar) qo'llanilishi asosida to'liq avtomatlashtirish evaziga pasaytiradi, tezkorlik va aniqlik darajasini hamda umuman samaradorligi va sifatini keskin oshiradi.

Shuning uchun, iqtisodiy sistemalogiya nuqtai nazaridan MBNB va real iqtisodiyotni davlatning ijtimoiy-iqtisodiy siyosati doirasida makroregulyator (M) yordamida o'zaro uzviy bog'liqlikdagi faoliyatini 1.1.5-rasmdagi model asosida 1.8.3-rasmda keltirilgan tuzilmaviy model yordamida ifodalash mumkin.

³⁰ Ikkala bozorning bog'liqligi quyida keltirilgan empirik tadqiqot natijalari asosida asoslab berilgan.

Ushbu 1.8.3-rasmda: TO – MRI va MBNBga bir vaqtda ta’sir ko’rsatuvchi tashqi omillar; QChK – MBNB indikatorlari bo’yicha chiqish ko’rsatkichlari; NChK – MRI indikatorlari bo’yicha chiqish ko’rsatkichlari; QFO va NFO – makroregulyator (M) tomonidan ishlab chiqiladigan hamda mos ravishda MBNB va MRI funksiyasiga ta’sir etadigan ichki omillar; QSO va NSO – makroregulyator (M) tomonidan ishlab chiqiladigan hamda mos ravishda MBNB va MRI tuzilmalariga ta’sir etadigan ichki omillar.



1.8.3-rasm. Milliy real iqtisodiyot (MRI) va MBNBni umumiy makroregulyator (M) orqali o’zaro bog’liqlikda faoliyat ko’rsatishi tuzilmaviy modeli

Bunda M, TO ni hisobga olgan holda, QChK va NChK asosida ichki omillar (QFO, NFO, QSO, NSO) ishlab chiqishdan iborat bo’lgan makro darajada muvozanatlaydigan mexanizm funksiyasini bajaradi. Bu omillarning barchasi o’zaro sabab-oqibatlilik aloqasida bo’ladi. Umuman MBNB (MQBXB va MBdan iborat) undagi qiymat va narxlar yordamida MIni tovar, kapital va munosabatlar vositasi sifatidagi bozor muomalasini amalga oshirish funksiyasini bajaradi. MRI MIni kapital sifatida ishlab chiqarish va tarkroran ishlab chiqarish jarayonlaridagi muomalasini amalga oshirish funksiyasini bajaradi. Makroregulyator (M) esa umumiy regulyativ (jumladan, nazorat) funksiyasini bajaradi.

Yuqorida aytilganlardan kelib chiqib, milliy MRI va MBNB ekvivalentlilik ta’minlanishi mumkinligi to’g’risida xulosa chiqarish mumkin. Demak, iqtisodiy sistemalogiya nuqtai nazaridan, MRI ni MBNB va uni muvofiqlashtiradigan Mdan iborat bo’lgan 1.8.3-rasmdagi

modelni muvozanatlanadigan kvazianalog model (1.7.1- va 1.7.2-rasmlar) yordamida o'rganish mumkin.

Bunda modelning (1.8.3-rasm) ikkita tarkibiy qismi MRI va MBNB ekvivalent va tartibga soladigan tuzilmalar hisoblanadi. Bu tuzilmalarning ekvivalentligi M yordamida ta'minlanadi. Shu sababli quyidagi mulohaza adolatdan bo'ladi: «MBNB va M» juftligi muvozanatlaydigan kvazianalogli modeldan boshqa narsa emas. Ushbu fikr hamda 1.8.2- va 1.8.3-rasmlar asosida aytish mumkinki, MBNBni tartibga solishga (institutstional, prudenstial va funktsional) teng bo'lgan kvazianalogni muvozanatlash bir vaqtning o'zida MBNB va MRIni davlat va jamiyat tomonidan makro va mikro tartibga solishni anglatadi.

Ta'kidlash zarurki, 6-ilovada berilgan matematik isbot³¹, 1.8.2- va 1.8.3-rasmlarga ko'ra, moliyaviy instrument (jumladan qimmatli qog'oz) va uning bazisi hamda mos ravishda instrumentning (umuman barcha turdagi mulkning) qiymati va narxining ekvivalentligini ham isbotlaydi.

Aytilganlar asosida shartli ravishda MB va MQBXB hamda MBNB va MRIning "o'xshash-analoglar (ya'ni ekvivalentlar)" sifatida qabul qilish mumkin. Demak, 1.8.2-rasm va 1.8.3-rasmdagi har ikkala tuzilma ham ekvivalent juftlik hisoblanadi. Bu juftliklarning bir-biri bilan ekvivalent faoliyat yuritishi tartibga soluvchi tuzilma (UR, M) bilan ta'minlanadi. Bunday fikrga asoslanib, MI ko'rsatkichlari, xususiyatlari va MBNBda ro'y beradigan jarayonlarga xos bo'lgan qonuniyatlarni, shuningdek, MBNB uchun xos bo'lgan hodisalarning rivojlanishini shakllantiradigan omillarni modellashtirish va bashorat qilish, MBNBning o'z funktsiyalarini bajarishi va MRIdagi rolini tahlil qilish mumkin.

Bunda ta'kidlash joizki, mamlakatlar MBNBlarini tartibga solish aynan 1.8.3-rasmdagi model nuqtai nazardan tashkil etilishi lozim bo'lib, bu ko'p jihatdan uning shakllanishida MBNBni makrotartibga solishning davlat-jamiyat shakli muhim rol o'ynaydigan MBNB xarakteriga ta'sir ko'rsatishi mumkin. Iqtisodiy nuqtai nazardan, MBNB Mning kapital sifatida tovarga va bunday tovarni kapitalga aylanishini ta'minlaydigan MB va uning qiymatini baholash xizmatlariga talab va taklif funktsiyasi bo'lib namoyon bo'ladi. Bunda MI bir vaqtning o'zida ham kapital, ham tovar va munosabatlar vositasi sifatida MQBXB bilan bog'liq holda MB bozori muomalasida bo'lib, ma'lum bir hayotiylik

³¹ Шоҳъяъзамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-с.375-378.

davriga ega. Ushbu davrda u o'ziga xos ijtimoiy-iqtisodiy-axborot-huquqiy mexanizm bilan ta'minlangan munosabatlar vositasi, kapital va o'ziga xos tovar sifatida namoyon bo'ladi.

1.8.2- va 1.8.3-rasmlardagi modellar bo'yicha yuqorida aytilgan fikr-mulohazalarning rivoji sifatida makroiqtisodiy nuqtai nazardan, fikrimizcha, aynan mazkur modellarning samarali tashkillashtirilishi va faoliyati negizidagina MBNB va MRI (real iqtisodiyotdagi ishlab chiqarish va takroran ishlab chiqarish jarayonlarining) o'zaro bog'liqlikdagi faoliyati va barqarorligini makroregulyativ ta'minlash mumkin. Chunki, bu jarayonlarda MRI samaradorligi mulk qiymati va narxi yordamida o'lchanadi va belgilanadi. Bunda MBNB va MRI davlatning zamonaviy ijtimoiy-iqtisodiy siyosati doirasida o'zaro makroregulyativ uzviy bog'liqlikda qaralishi zarur. Umuman olganda, MBNB va MRIning o'zaro makroregulyativ bog'liqligini O'zbekiston Respublikasi Prezidenti I.A. Karimovning fundamental asarlari va ularning qoidalariga mos keladigan iqtisodiy sistemalogiya asosida 1.8.3-rasmda berilgan makrotuzilmaviy model bilan ifodalab talqin qilish mumkin. Bunda iqtisodiy sistemalogiya iqtisodiyotni tizimli yondashuv³² asosida kompleks tartibga solinuvchi iqtisodiy tizim³³ sifatida ifodalab 3D (uch o'lchamli koordinata tizimi doirasidagi, ya'ni fazoviy) formatda o'rganadi.

Yuqorida bayon qilinganlardan kelib chiqib, MRI va MBNB (mos ravishda qiymat va narx) ekvivalentligi ta'minlanishi mumkinligi to'g'risida xulosa chiqarish mumkin. Bunda MBNB uchun muvozanatlashuvchi kvazianalog model sifatida tartibga solinadigan iqtisodiy tizimni tasavvur qilishning nazariy qoidalari adolatdan bo'ladi. Shuning uchun mohiyatiga ko'ra 1.8.3-rasmdagi modelni makroregulyastiyaga ega bo'lgan o'z-o'zidan rivojlanuvchan murakkab dinamik iqtisodiy tizim desak bo'ladi. Mos ravishda, MBNB eng ideal holatda MRI bilan ekvivalent bo'ladi, demak, real iqtisodiyot holatini hamda ijtimoiy, iqtisodiy va siyosiy hayotida ro'y berayotgan barcha voqea-hodisalarni ekvivalent ravishda ("barometr" sifatida) aks ettiradi.

³² Tizimli yondashuv bu – ilmiy bilim olish va amaliy faoliyat metodologiyasining shunday yo'nalishiki, uning asosida har qanday obyektmi murakkab to'laqonli, masalan, texnik, biologik, ekologik, ijtimoiy, iqtisodiy, siyosiy va h.k. tizim sifatida tadqiq etish yotadi.

³³ Tizim agada u quyidagi belgilardan hech bo'lmaganda biriga ega bo'lsa murakkab (Разумов О.С. Анализ и синтез систем: теория и практика. - М.: Атлас, 2003.-с.47) hisoblanadi: quyi tizimlarga taqsimlanish inkoniyati, ulardan har birini o'rganish mazmuniy xarakterga ega; noaniqlik va tashqi muhitning tizimga ta'sir ko'rsatish sharoitida faoliyat yuritish uning strukturasi va ko'rsatkichlari tasodifiy xarakterini asoslab beradi; tizimning xulq-atvorini maqsadli yo'nalgan holda tanlashni amalga oshirishi.

Ushbu 1.8-paragrafda aytilganlarning tasdig'i sifatida quyidagi empirik tadqiqotni keltirish mumkin. Bunda O'zbekiston MBNB sharoiti misolida quyidagi savollarga javob topish lozim: 1) "MB va MQBXB o'sishiga makroiqtisodiy omillar ta'siri qanday?"; 2) "MQBXB va MB o'zaro qanday korrelyatsion bog'liqlikda?"

Bunda O'zbekiston MB va MQBXB tarkibiy qismlari bo'yicha quyidagi cheklashlar qabul qilish lozim. MBning kredit, sug'urta va valuta segmentlari instrumentlari bo'yicha ular qiymatini baholash xizmatlariga hozicha talab yo'qligi sababli, tahlilda faqat qimmatli qog'ozlar bozori (QQB) va ular qiymatini baholash xizmatlari bozori (QBXB) hagmining o'zgarish tendentsiyalarinidan foydalanamiz. Ya'ni, tahlilda MQBXB o'rni mos ravishda QBXB hagmining o'zgarish tendentsiyasi ko'rsatkichlarinidan foydalanish o'rinli.

Birinchi savolga javob topishda 1.8.1-1.8.4-jadvaldagi ma'lumotlar xizmat qiladi. Baholash xizmatlari bozori va QBXBning o'sish dinamikalarini hamda iqtisodiyotdagi rolini ko'rish uchun quyida tahliliy tuzilgan 1.8.1-jadvaldagi ma'lumotlarni keltirish mumkin.

1.8.1-jadval

Baholash xizmatlari bozori tendentsiyalari³⁴

Yil	Baholovchi firmalar soni	Baholash xizmatlari bozori hajmi, mlrd. so'm	QBXB hajmi, mln.so'm	Baholash xizmatlari bozorining o'sishi, %	Baholash xizmatlari bozorining iqtisodiyotdagi ahamiyati (ya'ni uning YaIMga nisbani, %)
2000	401	1,5	43,5	110	0,046
2001	389	1,7	54,4	113	0,034
2002	372	2,1	73,5	123,5	0,028
2003	358	2,6	85,8	123,8	0,026
2004	327	3,2	118,4	123,1	0,026
2005	314	3,9	159,9	121,87	0,025
2006	287	4,7	202,1	120,5	0,022
2007	251	5,5	242,0	117	0,019
2008	39*	7,5	345,0	136,4	0,02
2009	106	8,4	349,8	112	0,017
2010	114	10,1	454,5	120,2	0,016
2011	127	11,2	498,3	125,7	0,018

³⁴ Manba: Davlat statistika qo'mitasi va Davlat mulkini boshqarish Davlat qo'mitasi (DMQ) ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan. Izoh: * - O'zbekiston Respublikasi Prezidentining «Baholovchi tashkilotlar faoliyatini yanada takomillashtirish va ko'rsatilayotgan xizmatlar sifati uchun ularning ma'suliyatini oshirish to'g'risida»gi 2008 yil 24 apreldagi PQ-843-sonli qarori chiqishi munosabati bilan ungacha mavjud bo'lgan barcha 848 malaka sertifikat va 242 litsenziya bekor qilingan bo'lib, 2008 yilda jani yangidan berilgan sertifikatlar soni 334, litsenziyalar soni esa 39 bo'lgan. Bunda mazkur qarorgacha litsenziyalar baholashning barcha turiga berilgan bo'lib, bunda baholovchi faoliyatini 1 xususiy tadbirkor yuritgan.

1.8.1-jadvalning tahlili asosida quyidagilarni aytish mumkin. Baholash xizmatlari bozori o'sish tendentsiyasiga ega bo'lsada, uning iqtisodiyotdagi roli juda past (o'rtacha 0,019%). Bunda QBXB hajmi nisbatan kam bo'lada, o'sish tendentsiyaga ega.

Ushbu 1.8.1-jadval ma'lumotlarini hisobga olib tuzilgan 1.8.2-jadval tahlilidan quyidagi xulosaga kelish mumkin.

1.8.2-jadval.

Makroiqtisodiy (monetar va fiskal) siyosat, QBXB va QQB hajmlari ko'rsatkichlarning dinamikasi, %³⁵

Yil	Investi- stiyalar o'sishi X1	Moneti- zatsiya koeffi- stienti X2	Qayta moliya- lashtirish stavkasi X3	Majburiy zaxira normasi X4	Foyda solig'i X5	YaIM X6	QBXB Y ₁	QQB Y ₂
2000	1,0	10,2	32,3	20	31	3,8	120,1	138,2
2001	3,7	10,2	26,8	20	26	4,2	125,5	152,9
2002	3,8	9,4	34,5	20	24	4,0	135,1	159,8
2003	4,5	9,3	27,1	20	20	4,4	116,7	180,5
2004	5,2	10,3	18,8	20	18	7,4	137,9	154,1
2005	7,0	14,2	16,0	15	15	7,0	135,1	123,8
2006	9,1	14,9	14,0	15	12	7,5	126,2	232,1
2007	22,9	17,3	14,0	13	10	9,0	119,8	117,8
2008	28,3	18,8	14,0	15	10	9,0	142,5	181,2
2009	47,7	20,0	14,0	14,0	10,0	8,1	101,3	106,0
2010	22,8	21,0	12,0	9,0	9,0	8,5	129,7	197,5
2011	23,2	21,5	12,0	9,0	8,0	8,3	109,6	106,5

O'zbekistonning iqtisodiyoti barqaror o'sish tendentsiyasiga ega bo'lsada, lekin QQB hajmi, uning iqtisodiyotdagi roli past, institutsional tuzilmasi va regulativ bazasi takomil emas.

QQBdagi risk yuqori bo'lsada, lekin yildan-yilga o'sish tendentsiyasiga ega. Unda narxni shakllanishi yuqori volatil bo'lib obyektiv xarakterga ega emas.

Bunda QQB va QBXB sinxron o'sish tendentsiyaga ega bo'lsada, lekin ularning rivojlanishi makro va mikro omillarga bog'liq. Ammo bu bozorlar davlatning zamonaviy makroiqtisodiy siyosati talablariga to'la javob bera olmayapti.

1.8.2-jadval ma'lumotlarini Eviews dasturi yordamida qayta ishlash asosida quyidagi natijalarga (QQB bo'yicha 1.8.3-jadval va QBXB bo'yicha 1.8.4-jadval) ega bo'linadi:

³⁵Manba: Davlat statistika qo'mitasi, Davlat mulkini boshqarish Davlat qo'mitasi (DMQ), Markaziy bank, Moliya vazirligi, Qimmatli Qog'ozlar bozori faoliyatini muvofiqlashtirish va nazorat qilish markazi ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.

1.8.3-jadval.

Yakuniy xulosa

<i>Regression statistika</i>			
R-kvadrat		0.73	
Normalangan R-kvadrat		0.315	
Standart xato		401.673	
Kuzatuvlar		12	
	<i>Koeffitsientlar</i>	<i>Standart xato</i>	<i>t-statistika</i>
Y-kesishgan joy	-401.7938	401.6727	-1.00
X 1 o'zgaruvchi	-6.923485	2.399134	-2.89
X 2 o'zgaruvchi	0.375751	16.46815	2.28
X 3 o'zgaruvchi	1.297859	4.39806	0.30
X 4 o'zgaruvchi	29.27025	14.18539	2.06
X 5 o'zgaruvchi	-11.70916	5.006449	-2.34
X 6 o'zgaruvchi	-28.03277	18.57205	-1.51

Olingan natijalardan (1.8.3-jadval) ko'rinib turibdiki, bog'liqlik darajasini ifodalovchi $R^2=0,73$. Bu iqtisodiy ko'rsatkichlar orasida deyarli kuchli bog'liklik mavjudligini bildiradi.

Ko'rilgan omillar ichida mamlakat majburiy zaxira normasi "bir" birlikka o'sishi MB mos ravishda 29,27 birlikka o'sishiga olib keladi degan xulosaga kelish mumkin. Bunda monetizatsiya koeffitsienti MBga deyarli ta'sir ko'rsatmagan. Chunki hozirchalik mamlakatimiz moliya institutlari etarlicha rivojlanmagan.

1.8.4-jadval.

Yakuniy xulosa

<i>Regression statistika</i>			
R-kvadrat		0.95	
Normalangan R-kvadrat		0.9	
Standart xato		0.018	
Kuzatuvlar		12	
	<i>Koeffitsientlar</i>	<i>Standart xato</i>	<i>t-statistika</i>
Y-kesishgan joy	3	2329572	0.04
X 1 o'zgaruvchi	.00006	.0013914	0.66
X 2 o'zgaruvchi	.00628	.009551	0.42
X 3 o'zgaruvchi	.001071	.0025507	0.41
X 4 o'zgaruvchi	.003347	.0082271	-2.08
X 5 o'zgaruvchi	-.006053	.0029036	0.40
X 6 o'zgaruvchi	.004271	.0107712	1.29

Olingan natijalardan (1.8.4-jadval) ko'rinib turibdiki, bog'liqlik darajasini ifodalovchi $R^2=0,95$. Bu iqtisodiy ko'rsatkichlar orasida kuchli bog'langanligini bildiradi. Regressiya natijalaridan ko'rinib turibdiki, QBXBga foiz stavkasini o'sishi va soliq stavkasi nisbatan salbiy ta'sir qilgan.

Ikkinchi savolga – “QBXB va QQB o‘zaro qanday korrelyatsion bog‘liqlikda?” – javob topish uchun 1.8.2-jadvaldagi Y_1 va Y_2 ma’lumotlari asosida $R^2=0,92$ ekanligi aniqlandi. Bu iqtisodiy ko‘rsatkichlar orasida kuchli bog‘liqlikni bildiradi, demak har ikkala bozor bir-biri bilan kuchli bog‘liq bo‘lib, ularning hajmlari farqlansada harakat tendentsiyalari taxminan sinxron xarakterga ega.

Shunday qilib, yuqorida berilgan empirik tadqiqot natijalari asosida biz ilgari surgan gipoteza – “Moliyaviy instrumentlar bozor qiymati ularning bozor narxi emas, ularga turli omillar baravar ta’sir qiladi, natijada QBXBda baholangan qiymatlar QQBda belgilangan narxlarga va aksincha narxlarni qiymatlarga transformatsiyalanib transferlanadi, natijada ular miqdori dinamik o‘zgarishi tendentsiyalari o‘zaro sinxron kechadi, demak ular kuchli bog‘liqlikda o‘zaro ekvivalent bo‘ladi” – ma’noga ega desa bo‘ladi.

QQB instrumentlari (umumiy holda MI) qiymatini baholash amaliyotida qo‘llaniladigan mavjud uchta yondashuv bilan birga qiymat va narxlarni balanslashtirilib kompleks baholash yondashuvini³⁶ qo‘llash mumkin.

Mazkur yondashuv ekvivalentlik tamoyili nuqtai nazaridan qiymat va narxning o‘zaro ekvivalentlik darajasini baholashga asoslanadi. Masalan, $1/5$ bilan $2/10$ natijasi $0,2$, ya’ni ikkita kasrli son bir-biridan miqdoriy farqlansada, ammo ular natijasi bir xil, demak bu kasr sonlar o‘xshash (analog).

Yana bir misol – bu ikkita to‘g‘ri burchakli uchburchakning o‘xshashligi bo‘lib, unga ko‘ra, har bir uchburchakning tomonlari (gipotenuzasi va ikkita kateti) uzunligi turli bo‘lsada ularning to‘g‘ri burchaklari 90^0 bo‘lgani uchun ular o‘xshashdir. Natijada, qiymatning narx emasligi, lekin ularni ekvivalentligi g‘oyasi kelib chiqadi.

Yondashuv g‘oyasi ikkita farqlanuvchi kategoriya qiymat va narx o‘rtasidagi tafovut yoki tenglik sek’yurimetrika (finansometrika)da qo‘llanilgan kompleks sonlar³⁷ yordamida ifodalashga asoslanadi. Bunda, agarda bozor narxi ma’lum bo‘lmasa (ya’ni bozorda likvid bo‘lmasa), unda uning o‘rniga mamlakatdagi rasmiy oylik yoki, oylar kesimida volatillik yuqori bo‘lsa va yuqori aniqlik va ishonchlilikka erishish uchun o‘rtacha yillik inflyatsiya, indeks yoki shunga o‘xshash boshqa ko‘rsatkich hisobga olinishi mumkin.

³⁶ Mazkur yondashuv mazkur kitob muallifi Sh.Sh.Shoha’zamiy tomonidan kiritildi.

³⁷ Шохъзамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 c.

Savollar

1. Moliyaviy instrument qiymati tushunchasi qanday mazmunga ega?
2. Moliyaviy instrument qiymatini qanday omillar shakllantiradi?
3. Moliyaviy instrument narxi tushunchasi qanday mazmunga ega?
4. Moliyaviy instrument narxini qanday omillar shakllantiradi?
5. MB va MQBXB o'zaro qanday bog'langan?
6. O'zbekistonda QQB va QBXB qanday bog'liqlikda?
7. O'zbekistonda QQB va QBXBga makroiqtisodiy siyosat qanday ta'sir qiladi?

Topshiriqlar

1. Moliyaviy instrument qiymati va narxini tavsiflang.
2. MB va MQBXBning o'zaro bog'liqligini tushuntiring?
3. Terminlar lug'atini tuzing.

II bob. **MOLIYA BOZORI INSTRUMENTLARI VA QIMMATLI QOG'OZLAR**

2.1. Moliya bozori instrumentlari tasnifi va tavsifi

Moliya bozori instrumentlari mazmun-mohiyati ularning bozori bilan hamohang birlikda ko'rib chiqilishi lozim bo'lgan instrumentariy (terminologiya) va metodologiya bilan aniqlanadi. Bunda ularning turlari, xossa va xususiyatlari, chiqarilishi va muomalasi jarayonlaridagi iqtisodiy-huquqiy munosabatlar, bajaradigan funksiyalari ifodalanadi.

Zamonaviy instrumentariy

Moliyaviy instrumentlarning mazmun-mohiyatini ochib berish uchun uning instrumentariysini tashkil etuvchi jahon moliya bozori nazariyasi va amaliyotidagi mavjud zamonaviy konseptual tushunchalarga tayanish lozim.

Instrumentariy – bu moliyaviy instrument va uning bozori mazmun-mohiyatini to'liq ifodalovchi maxsus tizimlashtirilgan terminologiya bo'lib, bazaviy (tayanch) bo'lgan konseptual (nazariy) tushunchalar majmuasi sifatida namoyon bo'ladi.

Instrumentariyning zamonaviyligi shundan iboratki, uning yordamida moliyaviy instrumentlarning aynan hozirgi vaqtdagi mazmun-mohiyati ifodalanadi. Agar, har qanday moliyaviy instrumentni vaqt o'tishi bilan moliya bozorining zamon talabiga mos ravishda uzluksiz takomillashib borishi yoki qandaydir qo'shimcha xossaga va funktsiyaga ega bo'lishi yoki mazmunan va shaklan o'zgarishi va h.k. obyektiv tabiiy jarayon bo'lsa, unda avvalgi davrda tayanch bo'lgan terminologiya ham hozirgi zamonga kelib eskirishi tabiiy holatdir. Hususan, XVI asrda bazaviy hisoblangan terminologiyani XXI asrga kelib bir muncha takomillashib rivojlanganligiga iqror bo'lish mumkin. Ammo, eski davrdagi tushunchalarning ahamiyatini aslo pasaytirish mumkin emas, chunki ular kelajakdagi har qanday terminlarni takomillashishi va rivojlanishiga bazis bo'lib hisoblanadi. Boshqacha qilib umumlashtirib aytganda, har qanday yangilik o'ziga mos yoki bir vaqtlar unutilgan eskilikdan kelib chiqadi.

Shunday qilib, moliyaviy instrumentning zamonaviy tushunchasini avvaldagilariga asoslanib, lekin hozirgi zamon jahon moliya bozorining

mazmun-mohiyatidan kelib chiqib (1 bobga qaralsin), quyidagicha ta'riflash mumkin: *moliyaviy instrument* – bu, umuman olganda, real mulk, mulkiy huquq yoki maxsus huquq shaklidagi bazisga ekvivalent (“egiz-analog”, o‘hshash) qiymatga va narxga, parametr va xossalarga ega bo‘lgan, maxsus iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizm bilan ta'minlangan, faqat o‘ziga xos moliya bozoridagi munosabatlarni belgilovchi, moliyaviy resurslarni samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishini ta'minlovchi, riskli va muayyan hollarda ma'lum ko‘rinish (dividend, foiz stavka, diskonta, kurs tafovut)larda daromad keltiruvchi vosita sifatida, har xil turlarda, shakl va mazmunlarda namoyon bo‘ladigan riskli mulk (mulkiy huquq) ham kapital, aktiv va fond boyiligi ham to‘lov vositasi ham moliya bozori tovaridir

Moliyaviy instrumentning ekvivalentlik xossasi bevosita va bilvosita, real va nisbiy bo‘lishi mumkin.

Moliyaviy instrumentning moliya bozori tovariligi xossasi uni boshqa turdagi tovarlardan (ko‘chmas va intellektual mulk, hom ashyo va shu kabilar) farqli kimningdir (iqtisodiyot sub’yektlari) tomonidan chiqarilishi, o‘ziga xos bo‘lgan moliya bozorida muomalada bo‘lishi, unda maxsus funksiyalarni va rolni bajarishi bilan belgilanadi.

Har qanday moliyaviy instrumentni u yoki bu belgi asosida tasniflanishining mazmuni uning xossa va xususiyatlari bilan bog‘liq holda amaliy ahamiyati bilan belgilanishini hisobga olsak hamda, agar ko‘rilayotgan instrument turini kelib chiqishi, maqsadi va funksiyasini, uning bozor muomalasini bir-biri bilan taqqoslaydigan bo‘lsak, albatta sezilarli farq namoyon bo‘ladi. Masalan, pul va uni tovar toifasiga aylantiruvchi instrumentlar (kredit, chek, kartochkalar va h.k.) muomalasi uchun ularga xos bo‘lgan moliya bozori segmentlari – mos ravishda pul bozori va kreditlar bozori va h.k. zarur, valyuta uchun valyuta bozori, sug‘urta risklarini boshqarish xizmatlari uchun sug‘urta polislari bozori, qimmatli qog‘ozlar uchun esa faqat fond bozori kerak.

Moliyaviy instrumentlar bilan bog‘liq faoliyat kapitalni (jamg‘armani) orttirish sohasi ekanligi munosabati bilan ularning bozori – bir vaqtning o‘zida kapitallarga qo‘yilmalar uchun mo‘ljallangan bozor hamdir. Bunda pul mablag‘lari moliyaviy instrumentlarning har qanday turiga qo‘yilishi (yo‘naltirilishi) mumkin. Buning barcha holatlarida yo‘naltirilgan pul mablag‘lari vaqt mobaynida o‘z orttirmasiga (yoki zarariga) ega bo‘lishi, ya‘ni foyda yoki zarar keltirishi mumkin.

Demak, moliyaviy instrumentlar o'z bozorida moliyaviy resurslar jamg'armachilardan (investorlardan) iste'molchilarga tomon va aksincha yo'nalishda harakat qilishini ta'minlovchi vosita.

Moliyaviy instrumentlar yordamidagi resurslar harakati quyidagi omillarga bog'liq:

- moliyaviy instrumentlarning daromadlilik va risk darajasi;
- moliyaviy instrumentlarni soliqqa tortish shart-sharoitlari;
- moliyaviy instrumentlarning real bazis bilan ta'minlanganligi va shu asosda iqtisodiyot va moliya bozorini ekvivalentligi;
- jamiyatning mentaliteti va tanlab olgan rivojlanish modeli;
- makro- va mikroiqtisodiy barqarorlik;
- tashqi kuchlar va hodisalarning moliyaviy instrumentlar bozoriga ta'siri va boshqalar.

Moliyaviy instrumentlar bilan bog'liq munosabatlar maxsus iqtisodiy-huquqiy mexanizm bilan ta'minlangan bo'ladi.

Moliyaviy instrumentga xos quyidagi atributlarni keltirish mumkin:

- har bir turiga mos maqsad va funksiyasi, bozori va undagi muomala mexanizmi;
- har bir turiga mos rekviziti, shakli, muddati, soni va narxi;
- real bazis bilan ta'minlanganligi;
- har bir turining bozor parametrlari (indikatorlari);
- har bir turiga mos chiqaruvchilari va ularning instrument bo'yicha shartlari va h.k.

Ushbu atributlarning oxirgi uchtasi moliyaviy instrumentning o'z bozorida quvvat potentsialini belgilaydi.

Moliyaviy instrumentning mazmuni uning bozordagi funktsiyasi va roli, u bilan bog'liq iqtisodiy-huquqiy munosabatlar asosida belgilanadi. Yuqorida aytib o'tilganlardan kelib chiqqan holda moliyaviy instrumentning quyidagi funktsiyalarini ta'kidlash mumkin:

- o'ziga xos bozor orqali moliyaviy resurslarni (kapitalni) iqtisodiyotda (iqtisodiyot sub'yektlari o'rtasida) samarali taqsimlash va qayta taqsimlash;
- ma'lum sharoitlarda to'lov vositasi bo'la olishi;
- bir vaqtda iqtisodiy va yuridik mazmuni o'zida mujassamlashtirgan holda uning egasi, chiqaruvchisi va davlat o'rtasidagi iqtisodiy-huquqiy munosabatlarni belgilash;
- o'z egalriga kapitalga egalik huquqi bilan birga boshqa ma'lum qo'shimcha huquqlarni berish;

- alohida tovar sifatida muomalada bo'lish, bozor kon'yunkturasini va unda biznes sifatini belgilash; uni chiqaruvchisi va bozor holati to'g'risida informatsiya bilan ta'minlash va h.k.;

- investitsion aktiv va jamg'arma sifatida xizmat qilish;

- risk sharoitida kapital bo'yicha daromad olishni, kapitalning qaytarilishini ta'minlash va h.k.

Yuqoridagilarning barchasi moliyaviy instrumentlarning mazmuni, xossa va xususiyatlarini ifodalaydi.

Moliyaviy instrumentlar tasnifi

Moliyaviy instrumentlar tasnifi ularga oid tushunchalar, munosabatlar, xossalar va xususiyatlarning o'zaro bog'liqligini ochib berishga hamda bu bog'liqlikni mantiqan qurilgan tizim ko'rinishida ifoda etadi. Shu yo'sinda tasnif moliya bozori mazmun-mohiyatini, undagi iqtisodiy-huquqiy munosabatlar jarayonlariga xos xossalar va qonuniyatlarni chuqurroq va kengroq tushunishga xizmat qiladi.

Zamonaviy moliya bozori moliyaviy instrumentlarning turli hillari bilan mujassamlashgan bo'lib, ularni bir necha belgilar asosida tasniflashni taqozo etadi.

Muomalaga chiqarilish maqsadi – to'lov va pul aylanmasi (oboroti) uzluksizligini ta'minlash, investitsiyalarni jalb qilish va ular bo'yicha daromad olish bo'yicha, mos ravishda: kredit-pul siyosatini amalga oshirishning qarz munosabatlarini mujassamlashtiruvchi moliyaviy instrumentlar (davlat va bank instrumentlari), qarz (davlat va korporativ maqsadda) va ulush (korporativ maqsadda) munosabatlarini ifodalovchi investitsion moliyaviy instrumentlar.

Moliya bozorining u yoki bu segmenti bo'yicha: pul, kredit, valyuta, sug'urta, lotereya o'yinlari, qimmatli qog'ozlar (fond, kapital) bozorlari instrumentlari.

Bazisiga ko'ra: pul, valyuta, sug'urta, tovar (jumladan xom-ashyo), ko'chmas mulk, indeks, foiz stavka (kelajakdagi daromad), qimmatli qog'oz bazisli moliyaviy instrumentlar.

Iqtisodiyotning u yoki bu sub'yektiga ko'ra: davlat boshqaruvi va hokimiyatlari, banklar-kredit muassasalari, sug'urta tashkilotlari, birjalar, nomoliya tashkilotlari (korporativ) instrumentlari.

Chiqarilish muddati bo'yicha: qisqa, o'rta va uzoq muddatli moliyaviy instrumentlar.

Milliyligi bo'yicha: milliy, horijiy va halqaro moliyaviy instrumentlar.

Iqtisodiy-huquqiy mazmuni bo'yicha: qarz va ulush munosabatlarini hamda xosilaviy bo'lgan (bazis, muddat, huquq va majburiyatlarni mujassamlashiruvchi) moliyaviy instrumentlar.

Iqtisodiy-huquqiy xossalarga ko'ra ikki guruhga ajratish mumkin: bazaviy va bazisli moliyaviy instrumentlar. Bazaviy instrumentlarga ulush va qarz munosabatlarini o'zida mujassamlashtiruvchi emissiyalanuvchi (derivativlardan tashqari) va emissiyalanmaydigan qog'ozlar kiradi. Bazislilariga esa derivativlar (xosilaviy qimmatli qog'ozlar) kiradi.

Chiqarilish va muomala chegarasi bo'yicha: alohida mamlakat, region va halqaro miqyosda chiqariluvchi va muomalada bo'luvchi moliyaviy instrumentlar.

Shaxslarga nisbatan cheklanishlar bo'yicha: barchaga va cheklangan shaxslarga sotiladigan moliyaviy instrumentlar.

Shakli bo'yicha: maxsus blanklar ko'rinishida va elektron hisoblarda (schetlarda) yuritiluvchi moliyaviy instrumentlar.

Vazifalari bo'yicha: sub'yektlarning ichki va tashqi iqtisodiy maqsad-manfaatlarini qoniqtiruvchi moliyaviy instrumentlar.

Funktsiyasi bo'yicha: investitsion instrumentlar (qimmatli qog'ozlar), banklarning moliyalashtirish instrumentlari (kredit, depozit, seleng, plastik kartochkalar, cheklar va h.k.), riskni moliyalashtirish instrumentlari (sug'urta polisleri), to'lov instrumentlari (milliy va xorijiy valyuta, halqaro valyuta, kvazivalyuta (psevdovalyuta), birja kotirovkasiga ega bo'lgan valyuta sifatida o'tuvchi oltin, platina, kumush, kamyob elementlar, qimmatbaho toshlar va h.k.), tovar taqsimlovchi instrumentlar (tovar varranti, konossament, ombor guvohnomasi va shu kabilar), garov qog'ozlari, lotereyalar.

Ro'yhatdan o'tkazilishi bo'yicha: emissiyalanuvchi (Aksiya, obligasiya, derivativlar) va emissiyalanmaydigan (bank sertifikatlari, cheklar, xususiylashtirish jarayonida qo'llaniladigan vaucher va kuponlar, veksellar, ombor guvohnomalari, konosament, garov qog'ozlari va h.k.) instrumentlar.

Muomalaga chiqaruvchining tashkiliy-huquqiy shakliga ko'ra: davlat, munisipal va korporativ moliyaviy instrumentlar.

Egalik huquqini belgilash bo'yicha: taqdim etuvchiga, egasini ismi yozilgan, orderli moliyaviy instrumentlar.

Daromad turlariga ko'ra: dividend beruvchi, belgilangan va suzuvchi foiz stavkali, kuponsiz (diskontli), yutuqli moliyaviy instrumentlar.

To'lov muddati bo'yicha: spot va muddatli bozor instrumentlari.

Yuqoridagilardan kelib chiqib, moliyaviy instrumentlar vaqt (jumladan, hayot ssikli), fazoviy (muhit) va bozor xarakteristikalari bo'yicha tavsiflash mumkinligini ko'rish mumkin.

Moliyaviy instrumentlarning fundamental xossalari ularning parametrlari (sifat ko'rsatkichlari) orqali ifodalanadi.

Keltirilgan tasnif hohishga va moliya bozorining xususiyatlariga ko'ra kengaytirilishi mumkin.

Savollar

1. Moliyaviy instrumentning mazmuni nima?
2. Moliyaviy instrument va uning bazisi ekvivalentligi nima?
3. Moliyaviy instrumentning qanday atributlari bor?
4. Moliyaviy instrumentning qanday funktsiyalarini bilasiz?
5. Moliyaviy instrumentni qaysi belgilar bo'yicha tasniflash mumkin?

Topshiriqlar

1. Moliyaviy instrumentning har bir tasnif belgisi bo'yicha tavsiflang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

2.2. Qimmatli qog'ozlar tasnifi va tavsifi

Qimmatli qog'ozlarning mazmuni, maqsadi va funktsiyalari

Qimmatli qog'ozlar moliyaviy instrumentlarning boshqa turlaridan farqli eng hajmli va alohida bozoriga ega bo'lgan guruhini tashkil etganligi munosabati bilan ularning mazmun-mohiyatini maxsus ravishda ko'rib chiqish maqsadga muvofiq. Ta'kidlash joizki, qimmatli qog'ozlar moliyaviy instrumentlarning alohida turi bo'lib, moliyaviy instrumentlarning boshqa turlaridan (kredit, valyuta, polis, oltin va h.k.) ma'lum jihatlari bilan farq qiladi.

Qimmatli qog'ozlar iqtisodiyotda o'z ahamiyati, o'rni va funktsiyalarini allaqachon isbotlaganligiga qaramasdan ularning mazmuni to'g'risida hanuzgacha qizg'in bahslar davom etib kelmoqda. Masalan, Dj.R.Xiksning fikricha³⁸, zamonaviy pullar uzoq muddatli iste'mol tovari emas, balki qimmatli qog'ozlarning turi sifatida

³⁸ Дж.Р.Хикс. Стоимость и капитал.-М.: Прогресс, 1988.-365 с.

ifodalanadi. Rossiyalik olimlarning fikricha³⁹, qimmatli qog'oz fiktiv kapital sifatida namoyon bo'luvchi vosita, kapitalning alohida turi, tituli va h.k. Bunday bahslar qimmatli qog'ozlarni shaklan turli, mazmunan o'hshash, lekin, to'liqligi bilan ajraladigan hajmdagi ma'noda talqin qilinishiga olib kelmoqda. Ushbu tendentsiya qimmatli qog'ozlar evolyusiyasida tabiiy holatdir, chunki barcha nazariy talqinlar vaqt o'tishi bilan qimmatli qog'ozlarning mazmun-mohiyati takomillashib borgani uchun o'zgarishi obyektiv jarayondir. Shuning uchun qimmatli qog'ozlar va ularning bozorini hozirgi zamondagi mazmun-mohiyati, iqtisodiyotdagi ahamiyati, roli va funktsiyalaridan kelib chiqqan holda (I bobga qaralsin) moliyaviy instrument singari (2.1-pragrafqa qaralsin) quyidagicha talqin qilish mumkin.

Qimmatli qog'oz – bu, umuman olganda, real mulk, mulkiy huquq yoki maxsus huquq shaklidagi bazisga ekvivalent (“egiz-analog”, o'hshash) qiymatga va narxga, parametr va xossalarga ega bo'lgan, maxsus iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizm bilan ta'minlangan, faqat o'ziga xos bo'lgan qimmatli qog'ozlar bozoridagi munosabatlarni belgilovchi, moliyaviy resurslarni samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishini ta'minlovchi, riskli va muayyan hollarda ma'lum ko'rinish (dividend, foiz stavka, diskonta, kurs tafovut)larda daromad keltiruvchi moliyaviy instrument (vosita, pul xujjati) sifatida, har xil turlarda, shakl va mazmunlarda namoyon bo'ladigan riskli mulk (mulkiy huquq) ham kapital, aktiv va fond boyiligi ham qimmatli qog'ozlar bozori tovaridir.

Fikrimizcha, uni fiktiv kapital deyish korrekt emas. Chunki, zamonaviy qimmatli qog'oz birgina faqat fiktivlik⁴⁰ xossasiga (xosiyatiga) ega emas. Zero, qimmatli qog'ozni m_3 va undan keying tartiblardagi pul agregatlari tarkibiga kirishi (mos ravishda kvazipul yoki ma'lum holatlarda pulning bir turi, uning funktsiyasini bajaradi, deyilishi), umuman olganda bu pul agregatlari mamlakatda bozor narxiga ishlab chiqarilgan real tayyor tovarlar bilab ta'minlangan M pul massasini tashkil etishi (demak, o'z-o'zidan qimmatli qog'ozni M tarkibida real tovarlar va xizmatlar ishlab chiqarilishida va qo'shimcha

³⁹ Рынок ценных бумаг и его финансовые инструменты: Учебное пособие/Под ред. В.С.Торжановского.-СПб.:АО «Комплект», 1994.-421 с.; Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В.И.Колесникова, В.С.Торжановского.-2-е изд., перераб. и доп.-М.: Финансы и статистика, 2000.-448 с.; Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок.-М.: Перспектива, 1995; Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова.-М.: Финансы и статистика, 2004.-448 с. Izoh: bu olimlar Karl Marks fikriga asoslanadilar. Ularning fikricha qimmatli qog'oz fiktiv kapital sifatida – bu ishlab chiqarishda va qo'shimcha qiymatni hosil qilishda ishtirok etmaydigan kapital.

⁴⁰ Fiktivlik – bu yolg'onlik, mavjud emaslik mazmunini anglatadi.

qiymatni hosil qilishda ishtirok etishi), real kapital sifatida o'zaro ekvivalent bog'liq qiymat va bozor narxiga egaligini hamda quyidagi va I bobdagi fikrlarni xisobga olish maqsadga muvofiq.

Qimmatli qog'oz bir vaqtning o'ziga iqtisodiy kategoriya va yuridik konstruksiyaga ega hamda o'zida ma'lum axborotni mujassamlashtiradi. Buning asosida jamg'armalarni investitsiyalarga aksincha investitsiyalarni jamg'armalarga transformatsiyasini amalga oshirish vosita sifatida namoyon bo'ladi.

Qimmatli qog'ozning ekvivalentlik xossasi bevosita va bilvosita, real va nisbiy bo'lishi mumkin. Ushbu xossa evaziga qimmatli qog'ozlar ularni muomalaga chiqaruvchisining «egiz-analogi» (ya'ni ekvivalenti) sifatida namoyon bo'ladi. Fond ko'rinishidagi (fond bozori) tovarligi xossasi esa uni boshqa turdagi tovarlardan (ko'chmas va intellektual mulk, hom ashyo va shu kabilar) farqli kimningdir (emitent, ya'ni muomalaga chiqaruvchi, bo'lmish iqtisodiyot sub'yektlari) tomonidan chiqarilishi, o'ziga xos qimmatli qog'ozlar bozorida muomalada bo'lishi, unda maxsus funktsiyalarni va rolni bajarishi bilan belgilanadi. Bunda qimmatli qog'ozlarning roli va funktsiyalari moliyaviy instrumentlar singari aniqlanadi (2.1-pragrafqa qaralsin). To'lov vositasi xossasi qimmatli qog'ozni pulga yaqinlashtiradi, chunki u ma'lum sharoitlarda pulning funktsiyasini bajara oladi, to'lov vositasi sifatida qo'llanilishi mumkin. Bozor tovari xossasi – qimmatli qog'oz fond bozorida oldi-sotdi obykti sifatida namoyon bo'ladi.

Qimmatli qog'ozning fundamental xossalari aylanuvchanligi, likvidligi, jalbdorligi, risklilik va shu kabi boshqa ko'rsatkichlar bilan belgilanadi. Umuman olganda, qimmatli qog'ozlar xossalarini yuqori sifat darajasi fond bozorining samarali holatini belgilaydi.

Ta'kidlash joizki, O'zbekiston Respublikasining «Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida» Qonuni bilan belgilangan qimmatli qog'ozning ta'rifini mazmunan yuqorida keltirilgan talqinda tushunish maqsadga muvofiq. Ushbu Qonunga muvofiq «Qimmatli qog'ozlar - ularni chiqargan shaxs bilan ularning egasi o'rtasidagi mulkiy huquqlarni yoki zayom munosabatlarini tasdiqlovchi dividend yoki foizlar ko'rinishida daromad to'lashni hamda ushbu hujjatlardan kelib chiqadigan huquqlarni boshqa shaxslarga berish imkoniyatini nazarda tutuvchi hujjatlardir». Ko'rinib turibdiki, bu ta'rifda ekvivalentlilik xossasi inobatga olinmagan.

Real bazisga ekvivalent bo'lgan qimmatli qog'ozlar yordamida fond bozori orqali samarali investision va transfer (to'lov) jarayonlari,

iqtisodiyot sub'yektlarining maqsadli va tartiblashtirilgan iqtisodiy-huquqiy bozor munosabatlari amalga oshiriladi. Bunda qimmatli qog'oz alohida tovar va moliyaviy instrument sifatida o'zida mujassamlashtirgan real kapitalning (yoki unga egalik huquqining) ham ekvivalenti, ham turli shakl va mazmundagi «simvoli» bo'lib namoyon bo'ladi. Mos ravishda u o'zining alohida qimmatli qog'ozlar bozorida maxsus tovar sifatida erkin muomalada bo'lib, bir vaqtning o'zida parallel tarzda real bazisini o'ziga xos bozoridagi dolzarbliligi va bozorgirilligini belgilaydi. O'z navbatida aksincha real bazis ham o'zi mujassamlashgan qimmatli qog'ozning tovar sifatida fond bozoridagi (erkin muomalasi jarayonidagi) xossalari (ma'lum ko'rsatkichlar bilan ifodalangan) sifat darajasini belgilaydi. Natijada, har qanday bazis va uning ekvivalenti bo'lgan qimmatli qog'oz o'z bozorlarida erkin muomalada bo'lib, bir-biriga o'zaro mazmun, demak, jon atq etib uzviy bog'liqlikda, har biri o'zining alohida bozor xossalari va xususiyatlariga ega bo'ladi. Bu qonuniyat qimmatli qog'ozni pul agregatlari tarkibiga kiritilishini ta'minlaydi, uning yordamida real kapitalni parallel jonlashtiruvchi (ya'ni yangidan jon ato etuvchi) va uning bozor qiymatini orttiruvchi alohida moliyaviy instrument sifatida belgilaydi. Shuning uchun qimmatli qog'oz «fond instrumenti» sifatida «fond boyligi» deb ifodalanadi, uning yordamida real boylklarga (bazisga) ega bo'lish imkoniyati paydo bo'ladi. Bu esa fond bozori kon'yunkturasiga bog'liq holda boylklarni bir sub'yektdan boshqasiga o'tishishi (harakatini) ta'minlaydi, natijada qimmatli qog'ozlar bozori orqali moliyaviy resurslarni iqtisodiyotda samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishi hamda jamg'armalarni investitsiyalarga aksincha investitsiyalarni jamg'armalarga smarali transformatsiyasini va natijada qulay (S-I)-muhitni ta'minlab berishni jarayoni vujudga keladi.

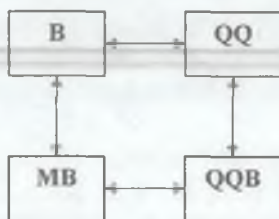
Yuqorida aytilganlardan kelib chiqqan holda, ekvivalentlilik tamoyili asosida qimmatli qog'oz va uning real bazisini o'zaro «egiz-analog» sifatida 2.2.1-rasmda keltirilgan sxema bilan ifodalash mumkin. Sxemada: B – bazis (ya'ni qimmatli qog'ozning bazisi); QQ – bazisga ega bo'lgan qimmatli qog'oz; ikki taraflama yo'naltirilgan strelka B va QQ o'rtasidagi ekvivalent bog'liqlikni bildiradi.



2.2.1-rasm. Qimmatli qog'oz va uning bazisi ekvivalentlilik sxemasi

2.2.1-rasmda bazisni (B) real modellashtirilayotgan (tadqiq etilayotgan) obyekt sifatida, qimmatli qog'ozni (QQ) esa obyekt modeli deb qabul qilish mumkin. Bu esa obyektning matematik modelini uning ekvivalenti bo'lmish qimmatli qog'oz xossalari (ko'rsatkichlari) yordamida ifodalash orqali matematik modellashtirish imkonini beradi. Ya'ni model yordamida QQ xossalarini matematik tarzda modellashtirish asosida real obyekt (bazis) xossalarini tadqiq etish mumkin. Ushbu matematik yondashuv men uchun hamisha ardoqli va hurmatli buyuk ustozim Akademik Georgiy Evgenevich Puxov tomonidan butun dunyoda XX asrning 60-70-yillarida tan olingan «Kvazianaloglar nazariyasi» nomi bilan turli obyektlarni modellashtirish uchun ilk bor ishlab chiqilgan va tadqiq etilgan⁴¹. Shunday buyuk ustozimning noyob ilmiy-innovatsion tafakkurlari ila bunyod etilgan maktablariga hamisha sodiq bo'lgan holda kvazianaloglar nazariyasini davomiylik asosida iqtisodiyot, moliya-kredit tizimi va bozor sohalari uchun ilk bor 90-yillardan boshlab rivojlantirib qo'llashga jazm qildim. Buning natijasida muallif tomonidan olingan va ushbu kitobda batafsil keltirilgan ilmiy va amaliy ishlanmalar kvazianaloglar nazariyasini iqtisodiyot va moliya sohalari uchun ham aynan mosligini isbotlamogda.

Aytilganlarga va 2.2.1-rasmdagi sxemaga asosan, makroiqtisodiy darajada real sektor va qimmatli qog'ozlar bozori o'rtasidagi ekvivalentlilik bog'lanishni 2.2.2-rasmda keltirilgan model ko'rinishida ifodalash mumkin. Ushbu tuzilmaviy modelda: MB – makrobazis; QQB – qimmatli qog'ozlar (moliya) bozori.



2.2.2-rasm. QQB va makrobazisning o'zaro ekvivalentlilik modeli

Bu modelda (2.2.2-rasm), 2.2.1-rasmdagiga o'xshash, makrobazisni (MB) real modellashtirilayotgan (tadqiq etilayotgan) obyekt sifatida, qimmatli qog'ozlar bozorini (QQB) esa obyekt (MBni

⁴¹ Пухов Г.Е. Избранные вопросы теории математических машин.-К.: Изд. АН УССР, 1964.; Пухов Г.Е., Ефдокимов В.Ф., Сильков М.В. Разрядно-аналоговые вычислительные системы.-М.: Сов.радио, 1978.-256 с.

ekvivalent aks ettiruvchi) modeli deb qabul qilish mumkin. 2.2.1- va 2.2.2-rasmlardagi ikki taraflama yo'naltirilgan strelkalar B va QQ; MB va QQB; B va MB; QQ va QQB o'rtalaridagi ekvivalent bog'liqlikni bildiradi.

Kvazianalog modellar obyektlarni (jumladan qimmatli qog'ozlar va moliya bozorini) algebraik va differensial tenglamalar yordamida modellashtirishda qo'llaniladi. Kvazianaloglar nazariyasiga asoslanib, 2.2.1- va 2.2.2-rasmlarda keltirilgan modellarni quyidagicha, ya'ni muvozanatlashuvchi kvazianalog model sifatida ifodalash mumkin. Bu modelning faoliyati 1.7.1- va 1.7.2-tenglamalar asosida matematik ko'rinishda, formallashtirilishi mumkin. Ushbu tenglamalar mos ravishda 1.7.1- va 1.7.2-rasmlarda berilgan tuzilmaviy modellar yordamida ifodalanishi mumkin.

Yuqorida aytilganlarga asosan quyidagi xulosalar o'rinli.

Qimmatli qog'ozni moliya bozorining samarali moliyaviy instrumenti bo'lishi uchun quyidagi talablar qo'yilishi maqsadga muvofiq: qimmatli qog'oz va uning bazisini ekvivalentligi; qimmatli qog'ozni fond bozori tovari va boyligi sifatida ishonchli iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizm hamda maxsus ochiq moliya bozori infratuzilmasi va (S-I)-muhit bilan ta'minlanganligi.

Zamonaviy qimmatli qog'ozlar mulkning boshqa turlaridan farqli bir vaqtning o'zida kapital, tovar va moliyaviy instrument shaklida muomalada bo'luvchi jamg'arma va investitsiya funksiyalariga hamda yuridik konstruktsiya va iqtisodiy mazmunga, axborotdorlikka ega bo'lgan alohida substansiya bo'lib faqat o'ziga xos bo'lgan qimmatli qog'ozlar bozori muomalasida bo'ladi va undagi munosabatlarda qo'llaniladi. Bunda qimmatli qog'oz, uning jamg'arma va investitsiya funksiyalari hamda o'z bozorida bir vaqtning o'zida kapital, tovar va moliyaviy instrument shaklidagi muomalasi maxsus iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizm bilan ta'minlangan bo'ladi.

Yuridik, iqtisodiy va axborotdorlik nuqtai nazarlaridan qimmatli qog'ozni muomalaga chiqaruvchi sub'yekt va uning egasi huquqlari, iqtisodiy bazisi va informativligi qanchalik keng va chuqur, aniq, ishonchli va qonuniy mustahkam ta'minlangan bo'lsa, uning qimmatli qog'ozlar bozorida qadri, qiymati va qimmatli adolatli, narxi obyektiv, nafligi va samaradorligi real, umuman sifati shunchalik yuqori bo'ladi.

Bunda qimmatli qog'oz qiymati adolatli va narxi obyektiv bo'lishligi ularni o'zaro ekvivalent bog'liqlikda ekanligini bildiradi.

Qimmatli qog'ozning bir vaqtning o'zida ishonchli, likvid, nafli va bir-biriga mutanosib jamg'arma va investitsiya vositasi bo'lishi davlatning makroiqtisodiy siyosati barqarorligi, qimmatli qog'ozlar bozoridagi (S-I)-muhitning qulayligi va uning faoliyati iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizmining yuqori samaradorligi bilan belgilanadi. Umuman olganda, qimmatli qog'ozning jamg'arma va investitsion funksiyalari doirasida beriladigan huquqlar va iqtisodiy imkoniyatlar miqdori va ko'lami qanchalik ko'p bo'lsa, mazkur qog'ozning qiymati va narxi shunchalik yuqori bo'ladi (baholanadi).

Qimmatli qog'ozning bozor qiymati va narxi bir-biri bilan uzviy bog'liqlikda bo'lganligi bilan ular mazmunan farqlanadi. Ya'ni, umuman olganda, qimmatli qog'oz qiymati uning narxi emas. Chunki, qimmatli qog'oz qiymati hisoblab topiladi, uning narxi esa bozor kon'yunkturasi kelishuvi asosida to'lanadi. Ko'p hollarda avval qimmatli qog'ozning qiymati baholash maqsadiga ko'ra belgilanadi (hisoblab topiladi), keyin esa, oldi-sotdi bitimi asosida uning kon'yunkturaviy narxi o'rnatiladi.

Qimmatli qog'oz narxini shakllanishiga alohida nazariyalar, qiymatini baholashga esa alohida yondashuvlar mavjud.⁴²

Qimmatli qog'oz qiymati va narxini o'zaro bog'liqlikda kompleks baholash va ularni omillar ta'sirida ekvivalentlik darajasini tahliliy aniqlash imkonini sekyurimetrika⁴³ beradi.

Demak, *qimmatli qog'ozlar bozori* – qimmatli qog'ozlar bo'yiicha talab va taklif funksiyasi hamda ular vositasida jamg'armalarni investitsiyalarga transformatsiyalanishi uchun zaruriy shart-sharoitlar qulay (S-I)-muhitni⁴⁴ ta'minlab beruvchi, faoliyati maxsus iqtisodiy-huquqiy-informatsion mexanizm bilan ta'minlangan va tartibga solinuvchi murakkab tizim – moliya bozorining alohida tarkibiy qismi.

Ushbu kontekstda aytish mumkinki, qimmatli qog'ozlar bozori bir vaqtning o'zida moliyaviy innovatsiyalar bozori ham bo'lib, o'zida moliya injiniringi innovatsiyalarining yaratilishi, transferi va tijoratlashtirilishi katalizatori hamda qulay [(S-I)+N]-muhitini

⁴² Qimmatli qog'oz narxini shakllanishiga doir bir qator maxsus texnik tahlil nazariyalari mavjud, masalan: tasodifiy xarakat, kapitalning effektiv bozori, portfel, halol o'yin, Dou, refleksivlik, vaqt davrlari, Elliot to'lqinlari, arbitraj asosida narxni shakllantirish va h.k. nazariyalar. Qimmatli qog'oz qiymatini baholashga doir daromad, xarajat va qiyosiy solishtirish yondashuvlari va ularning doirasidagi usullar mavjud. •

⁴³ Шохазамий Ш.Ш. Основы секуриметрики. -Т. Iqtisod-moliya, 2005. -376 с.

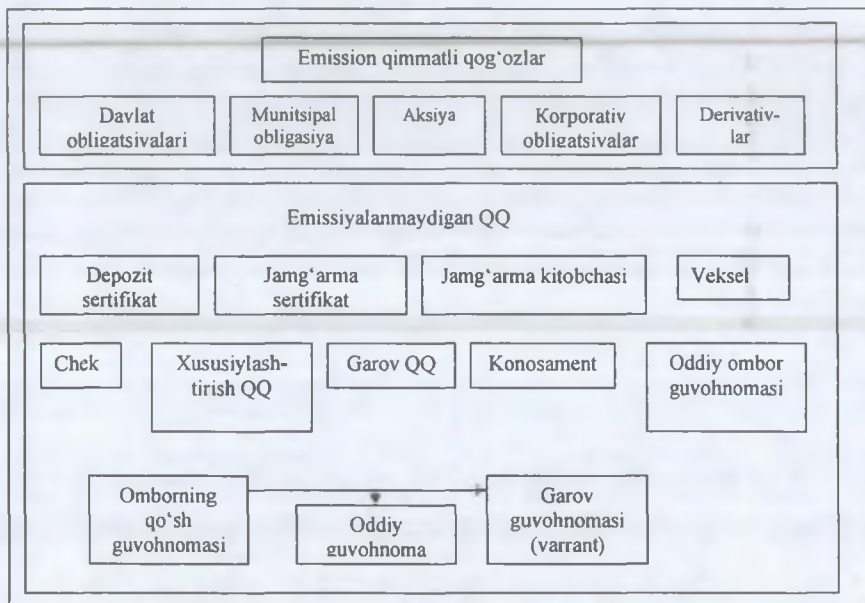
⁴⁴ Moliya bozori yordamida jamg'armalar shakllanadi (akkumulyatsiyalanadi) va ular samarali investitsiyalarga transformatsiyalanib yana jamg'armalarga aylanadi. Aynan investitsiya siyosati bilan boshqariluvchi shu davriy transformatsion jarayonni jamg'armaviy-investitsion muhit, ya'ni (S-I)-muhit, deb atalsa bo'ladi. Ushbu siyosat imovatsion siyosat bilan bog'langanda mos ravishda (S-I)-muhit va innovatsion muhit uyg'unligi (integratsiyasi), ya'ni [(S-I)+N]-muhit (bunda N – innovatsiya, novatsiya mazmunini bildiradi), vujudga keladi (1.1.-paragraf).

shakllantiradi. Mazkur muhit doirasida investitsiyalar va innovatsiyalarning obyektiv kon'yunkturasi (talab va taklif hajmlarini) shakllanib bir-biriga bo'lgan talablar qondiriladi, ya'ni ularning (investitsiyalar va innovatsiyalarning) o'zaro bog'liqlikdagi iqtisodiy realizatsiyasi amalga oshiriladi.

Aytilgan xulosalardan zamonaviy qimmatli qog'oz "fiktiv capital" emasligi ayon bo'ladi.

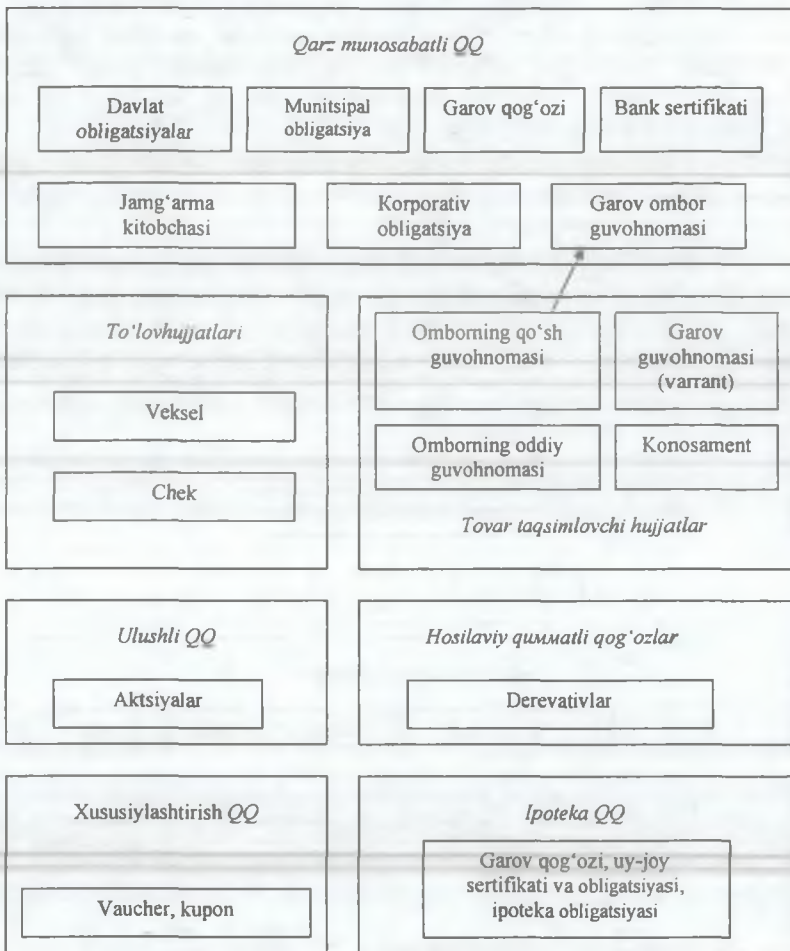
Qimmatli qog'ozlar tasnifi

Umuman olganda qimmatli qog'ozlar moliya instrumentlarining tasnif belgilari asosida tasniflanadi. Lekin qimmatli qog'ozlarning ma'lum mazmun va xususiyatlari ularni qo'shimcha tarzda alohida tasniflashni taqazo etadi. Shu munosabat bilan o'quv maqsadlarida qimmatli qog'ozlarni 2.2.4-2.2.6-rasmlarda keltirilgan shakllarda tasniflanishini keltirish mumkin⁴⁵.

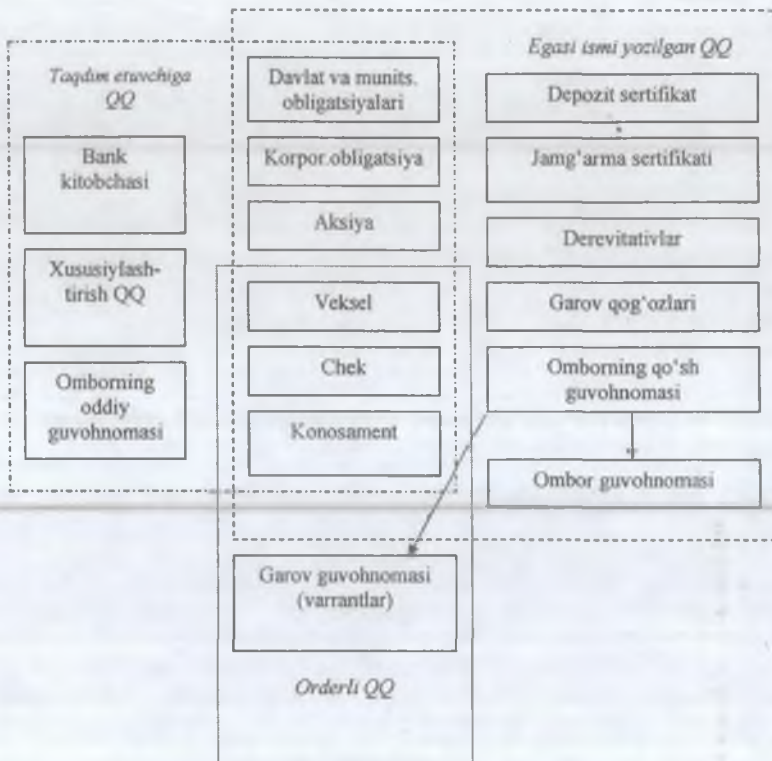


2.2.4-rasm. Emissiyalanadigan va emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozlar tarkibi (klass va chiqarilish usuli bo'yicha guruhlashtirish)

⁴⁵ Килиячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб пособие. 2-е изд., с измен.-М.: Экономика, 2005.-687 с.



2.2.5-rasm. Qimmatli qog'ozlarni funksional belgisi bo'yicha guruhlanishi



2.2.6-rasm. Qimmatli qog'ozlarning klassifikatsion turlari

Qimmatli qog'ozlarning hisobi maxsus depozitariylarda va (yoki) reestrlarda yuritiladi.

Orderli qimmatli qog'ozlarning qo'ldan qo'lga o'tishi indossament asosida indossant tomonidan amalga oshiriladi.

Taqdim etuvchiga bo'lgan qimmatli qog'ozlar bo'yicha huquq indentifikasiya qilinmaydi.

Emissiyalanuvchi qimmatli qog'ozlarga sertifikat (lotincha *certifico* - tasdiqlayman) chiqarilishi mumkin. Sertifikat oldi-sotdi obykti bo'lmaydi.

Asosiy qimmatli qog'ozlar turlarining tavsifi.

Aksiya – o'z egasining aksiyadorlik jamiyati foydasining bir qismini dividendlar tarzida olishga, aksiyadorlik jamiyatini boshqarishda

ishtirok etishga va u tugatilganidan keyin qoladigan mol-mulkning bir qismiga bo'lgan huquqini mustahkamlovchi, amal qilish muddati belgilanmagan egasi yozilgan emissiyaviy qimmatli qog'oz.

Veksel – veksel beruvchining yoki vekselda ko'rsatilgan boshqa to'lovchining vekselida nazarda tutilgan muddat kelganda veksel egasiga muayyan summani to'lashga doir shartsiz majburiyatini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog'oz.

Davlat qimmatli qog'ozlari – O'zbekiston Respublikasining g'azna majburiyatlari va O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi vakolat bergan organ tomonidan chiqarilgan obligatsiyalar, shuningdek O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining obligatsiyalari.

Depozit sertifikati – bankka qo'yilgan omonat summasini va uning omonatchisining (sertifikat saqlovchining) belgilangan muddat tugaganidan keyin omonat summasini hamda sertifikatda shartlashilgan foizlarni sertifikatni bergan bankdan yoki shu bankning istalgan filialidan olish huquqini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog'oz.

Korporativ obligatsiyalar – ochiq aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan chiqariladigan obligatsiyalar.

Noemissiyaviy (emissiyalanmaydigan) qimmatli qog'ozlar – emissiyaviy qimmatli qog'ozlar tushunchasiga tegishli bo'lmagan qimmatli qog'ozlar.

Obligatsiya – obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda tutilgan muddatda olishga, obligatsiyaning nominal qiymatidan unda qayd etilgan foizni olishga bo'lgan huquqini yoxud boshqa mulkiy huquqlarini tasdiqlovchi emissiyaviy qimmatli qog'oz.

Taqdim etuvchiga tegishli qimmatli qog'ozlar – qimmatli qog'ozlarni taqdim etishning o'zi mulkiy huquqlarni realizatsiya qilish uchun kifoya qiladigan qimmatli qog'ozlar.

Egasi yozilgan qimmatli qog'ozlar – mulkiy huquqlarning realizatsiya qilinishi o'z egasining ro'yxatdan o'tkazilishini talab etadigan qimmatli qog'ozlar.

Emissiyaviy (emissiyalanuvchi) qimmatli qog'ozlar – bitta chiqarilishi doirasida bir xil belgilar va rekvizitlarga ega bo'lgan, mazkur chiqarilish uchun yagona shartlar asosida joylashtiriladigan hamda muomalada bo'ladigan qimmatli qog'ozlar.

Emitentning opsiioni – emitentning muayyan miqdordagi qimmatli qog'ozlarini opsiionda ko'rsatilgan muddatda qayd etilgan narxda sotib olish huquqini mustahkamlovchi emissiyaviy qimmatli qog'oz.

O'zbekiston Respublikasining g'azna majburiyatlari – emissiyaviy qimmatli qog'ozlar egalari O'zbekiston Respublikasining Davlat byudjetiga pul mablag'lari kiritganliklarini tasdiqlovchi va bu qimmatli qog'ozlarga egalik qilishning butun muddati mobaynida qat'iy belgilangan daromad olish huquqini beruvchi emissiyaviy qimmatli qog'ozlar.

Qimmatli qog'ozlar – qimmatli qog'ozlarni chiqargan shaxs bilan ularning egasi o'rtasidagi mulkiy huquqlarni yoki zayom munosabatlarini tasdiqlovchi, dividendlar yoki foizlar tarzida daromad to'lashni hamda ushbu hujjatlardan kelib chiqadigan huquqlarni boshqa shaxslarga o'tkazish imkoniyatini nazarda tutuvchi hujjatlar.

Qimmatli qog'ozlarga doir fyuchers – o'zida nazarda tutilgan muddatda muayyan miqdordagi qimmatli qog'ozlarni qayd etilgan narxda sotib olish yoki sotish majburiyatini mustahkamlovchi emissiyaviy qimmatli qog'oz.

Qimmatli qog'ozlarning hosilalari – o'z egalarining boshqa qimmatli qog'ozlarga nisbatan huquqlarini yoki majburiyatlarini tasdiqlovchi va yuridik shaxslar tomonidan emitentning opsiionlari, qimmatli qog'ozlarga doir fyucherslar va boshqa moliyaviy vositalar tariqasida chiqariladigan qimmatli qog'ozlar.

Yuqorida keltirilgan ta'riflar O'zbekiston Respublikasining «Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida»gi qonunidan (3-modda) olingan. Boshqa turdagi qimmatli qog'ozlarning ta'rifi quyida va ushbu bobning keyingi paragraflarida berilgan.

Ipoteka qimmatli qog'ozlari – ipoteka bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar bo'lib, ularga garov qog'ozlari, ipoteka obligasiyalari, uy-joy sertifikatlari, ishtirok etish ipoteka sertifikatlari kiradi.

Ipoteka qimmatli qog'ozlarini chiqarish jismoniy va yuridik shaxslarning mablag'larini ko'chmas mulk obyektlari qurilishiga jalb qilishning eng ko'p tarqalgan shakllaridan biridir.

Garov qog'ozlari (varaqaasi, xati) egasi yozilgan va orderli qimmatli qog'ozlar belgilarini o'zida jamlagan, uzatuv yozuvlari orqali cheksiz muomalada bo'lish xususiyatiga egaligi unga vekselning ayrim xossalari beradigan emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozdir. Garov qog'ozlari emissiyalanuvchi qimmatli qog'oz deb hisoblanmaydi. Bir shaxs tomonidan ikki yoki undan ortiq garov qog'ozlari berilishi ularni

chiqarish deb hisoblanmaydi. Garov qog'ozini egasi yozilgan qimmatli qog'ozlar turkumiga kiradi, ya'ni ularning matnida egasining ismi ko'rsatilgan bo'ladi.

Garov qog'ozida tasdiqlangan mulk huquqining o'zgarishi garov qog'ozining o'zida o'z-tuzatuv (o'tkazish) yozuvini kiritish bilan amalga oshiriladi, ya'ni amalda garov qog'ozini sotuvchi tomonidan sotib oluvchiga (huquqni oluvchiga) taqdim etiladi. Garov qog'ozidagi o'z-tuzatuv (o'tkazish) yozuvi garov qog'ozini bo'yicha talablar huquqi berilganini tasdiqlaydi. Garovga qo'yuvchi va garovga oluvchining o'zaro kelishuviga ko'ra garov qog'ozida bir qancha o'z-tuzatuv yozuvlar ko'zda tutilishi mumkin.

Garov qog'ozini – garovxati egasi yozilgan ipoteka qimmatli qog'ozini bo'lib, o'z egasining quyidagi huquqlarini tasdiqlaydi: ipoteka bilan ta'minlangan pullik majburiyatlarning ijrosini olish huquqi, bunda ushbu majburiyatlar mavjudligini tasdiqlovchi boshqa dalillar keltirilmaydi; ipoteka shartnomasida ko'rsatilgan mulkka garov huquqi.

Garov qog'ozini ipoteka shartnomasi yozilganda berilishi mumkin, shuningdek ipoteka davrida qonunga binoan ham berilishi mumkin. Ipoteka majburiyati bo'yicha garov qo'yuvchi-qarzdor garov qog'ozini bo'yicha majburiyatli shaxs hisoblanadi. Qarzdor va garovga qo'yuvchi bir shaxs bo'lmagan hollarda garov qog'ozini bo'yicha har bir shaxs majburiyatli hisoblanadi.

Garov qog'ozini garov qo'yuvchi tomonidan tuzib imzolaniadi, agar garov qo'yuvchi va qarzdor bir shaxs bo'lmasa, garov qog'ozini qarzdor va garov qo'yuvchi birga tuzib imzolaydi.

Quyidagi hollarda garov qog'ozini tuzish va taqdim etishga yo'l qo'yilmaydi: 1) agar ipoteka predmeti: korxonalar, mulk komplekslari; o'rmonlar; yuqorida sanalgan mulk-mulkning ijara huquqi bo'lsa; 2) ipoteka pulli majburiyatlarni ta'minlaydi, shartnoma tuzilgan paytda ushbu qarz summasi aniqlanmagan bo'ladi va u bu summani ayni vaqtda aniqlashga imkon beradigan shartlarga ega emas bo'lsa.

Garov qog'ozlaridan ko'chmas mulk bozorida foydalanishning ijobiy tomonlari quyidagilar: qayta o'z-tuzatuv yozuvlari asosida cheklanmagan aylanishga egaligi; garov qog'ozini chiqarish huquqiga ega bo'lgan shaxslarning ro'yxati qonun bilan belgilanishi mumkin; garov qog'ozini bo'yicha ta'minlash majburligi; majburiyat bo'yicha summaning to'lov muddati ko'zda tutilgan agar bu summa bo'lib-bo'lib to'lanadigan bo'lsa, to'lovlarning muddati (davriyligi) va har bir to'lovning miqdori

ko'rsatiladi, yoki to'lovlarning muddati va miqdorini aniqlash imkonini beradigan shartlar kiritiladi (qarzni to'lash rejasi); likvidlilik.

Yuqorida aytilganlar garov qog'ozlaridan ko'chmas mulk bozorlarida foydalanish ishonchli ekanligini ko'rsatadi. Ammo, hamma garov qog'ozlarini ham ishonchli va xatarsiz qimmatli qog'ozlar deb bo'lmaydi.

Ipoteka kreditlarini rasmiylashtirishda garov qog'ozlari keng qo'llaniladi. Bu sxemaning mazmuni quyidagichadir. Bank (kreditor) va qarz oluvchi ipoteka krediti to'g'risida shartnoma tuzadilar va shu tufayli ular o'rtasida majburiyat yuzaga keladi. Bank (garovga oluvchi) ko'chmas mulkni garovga olib kredit beradi. Lekin, ko'chmas mulk obyekti qarz oluvchining mulki bo'lib qolaveradi. Agar qarz oluvchi to'lovga qobiliyatsiz bo'lib qolsa, kreditorning talabi ushbu obyektни sotishdan tushgan tushum bilan qoplanadi yoki kreditorning mulkiga aylanadi.

Yuqorida keltirilgan xususiyatlarga asoslanib garov qog'ozlarining quyidagi klassifikatsion belgilarini ajratish va ular bo'yicha bunday qog'ozlarni turlarga bo'lish mumkin (2.2.1-jadval).

2.2.1-jadval

Garov qog'ozlari tasnifi

Tasnif belgisi	Garov qog'ozining turlari
Chiqarilish shakli	Emissiyalanmaydigan
Egalik tartibi	Nomi yozilgan Orderli
Kim tomonidan to'ziladi, beriladi	Garovga beruvchi va (yoki) qarzdor Ipotekani davlat ro'yhatidan o'tkazuvchi organ
Mavjud bo'lish shakli	Qog'ozli (hujjatli)
O'tkazilish yozuvining mavjudligi	O'tkazilish yozuvi bilan O'tkazilish yozuvisiz
Amal qilish muddati	Garov qog'ozida ko'rsatiladi
Majburiyat summasining so'ndirilishi	Bir vaktning o'zida Qismlar bo'yicha

Uy-joy sertifikatini investorlar mablag'ini bir joyga to'plash va uy-joy sektorini rivojlantirishni ta'minlashning eng samarali va harakatchan vositasidir.

Uy-joy sertifikatlari - uy-joy umumiy maydonining belgilangan kvadrat metrdagi yuzasiga nominallashtirilgan qimmatli qog'oz bo'lib, emissiya prospektida ko'rsatilgan shartlarga rioya etilgan holda fuqarolar va yuridik shaxslar orasida pul evaziga tarqatiladi, emitentdan ushbu qimmatli qog'ozlar va majburiyatlar tarqatilishidan tushgan pul mablag'lari evaziga moliyalashtirilgan qurilishdan tegishli mulk sifatida uy-joy ajratishni talab qilish huquqini beradi.

Uy-joy sertifikati uning birinchi egasi tomonidan muayyan uy-joy maydoni va joyda qurilayotgan yoki qayta qurilayotgan uyda qurish uchun mablag' ajratilganligini tasdiqlaydi va ularga mulk huquqi sifatida tegishli bo'ladi.

Uy-joy sertifikatining amal qilish muddati davomida uning miqdori o'zgar olmaydi. Turli mamlakatlarda uning nominali turlicha belgilanadi.

Uy-joy sertifikati quyidagi huquqlarni tasdiqlaydi:

- uy-joy sertifikatlarini chiqarishda belgilangan shartlarga va tartibga binoan sertifikat paketlarini sotib olgan mulkdorga kvartiralarga egalik qilish huquqi;

- birinchi talab qilishdayok emitentdan indeksiyalangan uy-joy sertifikatining qiymatini olish.

Uy-joy sertifikatlari bir qator ijobiy jihatlarga ega:

- sertifikatning bahosi uy-joy narxidan past, holbuki ipoteka kreditlari orqali olinganda uning narxi 2-3 marta oshadi;

- to'lov qobiliyatini yo'qotganda kvartiradan chiqarish xavfi yo'q;

- sertifikatlarni asta-sekin, bo'sh pul mablag'lari paydo bo'lishiga qarab sotib olish mumkin, ipoteka bo'lsa oila byudjetiga uzoq muddatli va qat'iy cheklovlar qo'yadi;

- uy-joy sertifikatlari emitenti ko'chmas mulk obyektlari berishning noan'anaviy shakllaridan foydalanish mumkin;

- ko'chmas mulk obyektidagi kichikroq uy-joy maydonini kattaroq uy-joy maydoniga almashtirish imkoniyati bor, bunda emitentga uy-joy maydonlari o'rtasidagi farqiga to'g'ri keladigan uy-joy sertifikatlari topshiriladi;

- uy-joy sertifikatlarini ko'chmas mulk obyekti qurilish davomida erkin sotish va sotib olish mumkin.

Shunday qilib uy-joy qurilishini moliyalashtirish sxemasida foydalaniladigan uy-joy sertifikatlariga ikki tomonlama qarash mumkin: bir tomondan uy-joy sertifikati natura holda to'lov imkoniyati bo'lgan, nominal bahosi tegishli indekslarga (masalan, iste'mol narxlari indeksi

yoki qurilish koeffitsienti – qurilish narxlari indeksi) bog‘liq holda majburiy indeksiyalashtirilgan hissadorlar shartnomasining turidir.

Yuqorida keltirilgan xususiyatlarga asosanib uy-joy sertifikatlarining quyidagi klassifikasion belgilarini ajratish va ular bo‘yicha bunday qog‘ozlarni turlarga bo‘lish mumkin (2.2.2-jadval).

2.2.2-jadval.

Uy-joy sertifikatlari tasnifi

Tasnif belgisi	Uy-joy sertifikati turlari
Egalik tartibi	Nomi yozilgan
Emitent	Korxonona uy-joy sertifikati Davlat uy-joy sertifikati
Chiqarilish shakli	Hujjatli Hujjatsiz
Chiqarilish maqsadi	Yangi qurilayotgan uy-joy loyihasini moliyalashtirish Moliyalashtirishni rivojlantirish (development)
Muomala muddati	Qurilishni amalga oshirish muddati bilan belgilangan
Nominal narxi	Uy-joy umumiy maydonining pullik hisobida
So‘ndirilish shakli	Uy-joy Pul vositalari Uy-joy sertifikatining keyingi seriyasi

Ipoteka bilan ta‘minlangan obligatsiya (ipoteka obligatsiyalari) – majburiyatlarning bajarilishi ipoteka ta‘minot garovi bilan ta‘minlanadigan obligatsiyalardir.

Ipoteka obligatsiyalarining mohiyati quyidagidan iborat: ko‘chmas mulk obyektini garovga olib kredit bergan muassasa garov qog‘ozlari bilan ta‘minlangan qimmatli qog‘ozlar chiqaradi va ularni boshqa investorlarga sotadi. Uy-joy obligatsiyasi ipoteka bilan ta‘minlangan obligatsiyaning bir turidir. Uning xususiyati shundaki, ipoteka ta‘minoti tarkibiga turar joylarni garovga qo‘yish bilan ta‘minlangan talablar huquqi kiradi.

Ipoteka bilan ta‘minlangan obligatsiyalarni emissiya qilish faqat ipoteka agentlari va alohida talablar qo‘yilgan kredit tashkilotlari tomonidan amalga oshiriladi. Bunday obligatsiyalarni emissiya qiluvchi kredit tashkilotlari nafaqat Markaziy bank tomonidan o‘rnatilgan

talablarni bajarishi balki, quyidagi majburiy talablarni ham bajarishi zarur:

- berilgan kreditlar miqdori hamda ipoteka ta'minoti va o'z mablag'lari (kapitali) orasida minimal nisbat bo'lishi;
- ipoteka ta'minoti miqdori va ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalar emissiyasi hajmi orasida minimal nisbat bo'lishi;
- kredit tashkilotining kreditorlar oldidagi majburiyatlari umumiy summasi va o'z mablag'lari (kapitali) orasida maksimal nisbat bo'lishi;
- o'z mablag'lari (kapitali) etarli bo'lishi normativi;
- likvidlilik normativlari;
- valyutali va foizli risk miqdori.

Yuqoridagi talablarga qo'shimcha ravishda kredit tashkilotiga o'z faoliyati to'g'risidagi ma'lumotlarni oshkor qilish talabi qo'yiladi. Agar yuqorida aytilgan talablarning birortasini bajarmasa, kredit tashkiloti ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalarni emissiya qilish huquqiga ega bo'lmaydi.

Ipoteka agenti – ixtisoslashgan tijorat tashkiloti bo'lib, faoliyat predmetiga ipoteka bilan ta'minlangan kreditlar (qarzarlar, ssudalar) yoki garov qog'ozlari bo'yicha talab huquqini olish kiradi; unga ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalarni emissiya qilish huquqi berilgan. Ipoteka agenti faoliyatining predmeti faqat ipoteka bilan ta'minlangan kreditlar (qarzarlar, ssudalar) yoki garov qog'ozlari bo'yicha talablarni qo'lga kiritishdir. Talablarni qo'lga kiritish oldi-sotdi, almashtirish, sessiya (talablarni boshqaga berish) shartnomalari orqali yoki ushbu mulkni olib qo'yish bo'yicha boshqa kelishuvlar, shu jumladan, ipoteka agenti ustav kapitalini (fondi) ushbu mulk bilan to'lash, shuningdek, huquqlarga har tomonlama vorislik natijasida amalga oshiriladi.

Ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalar hujjatli va hujjatsiz shaklda chiqariladi. Ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalarning hujjatli shaklida obligatsiyaning sertifikatida obligatsiya egalari foydani to'lash shartlari va tartibi, shuningdek ushbu obligatsiyalarni qoplash tartibi va shartlari majburiy rekvizit hisoblanadi. Ushbu obligatsiyalarning ipoteka ta'minotini ilgari ko'rsatilgan mol-mulkdan tashqari, shuningdek davlat qimmatli qog'ozlari va ko'chmas mulk tashkil etishi mumkin.

Ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalarning afzalliklari quyidagilardan iborat:

- ular o'z egalarining foiz olish huquqlarini tasdiqlaydi, foiz miqdori nominal bahoda belgilanadi;

- ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalar bo'yicha majburiyat-larning bajarilishi ipoteka ta'minoti garov bilan ta'minlanadi;

- bu obligatsiyalar o'z egalariga ipoteka ta'minoti garovdan kelib chiqadigan barcha huquqlarni beradi;

- ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalarga bo'lgan huquq berilmasa, ipoteka ta'minoti garovdan kelib chiqqan huquqni berish ham haqiqiy bo'lmaydi;

- bir chiqaruvdagi ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalarning har bir egasi ipoteka ta'minotini tashkil etuvchi talablar va boshqa mol-mulkka ushbu chiqaruvdagi boshqa obligatsiya egalari bilan teng huquqqa ega bo'ladi.

Yuqorida keltirilgan xususiyatlarga asoslanib ipoteka bilan ta'minlanagn obligatsiyalarning quyidagi klassifikatsion belgilarini ajratish va ular bo'yicha bunday qog'ozlarni turlarga bo'lish mumkin (2.2.3-jadval).

2.2.3-jadval.

Ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalar tasnifi

Tasnif belgisi	Ipoteka obligatsiyasi xususiyati va turi
Emitent	Ipoteka agenti Kredit tashkiloti
Chiqarilish shakli	Emissiyalanuvchi
Mavjudlik shakli	Hujjat shaklida Elektron shaklda
Egalik huquqi	Nomi yozilgan Taqdim etuvchiga
Daromadlari	Foizda
Sug'urtalanishi	Sug'urtalangan Sug'urtalanmagan

Ishtirok etish ipoteka sertifikatini – bu ipoteka ta'minoti umumiy mulkida o'z egasining ulush huquqini tasdiqlovchi egasi yozilgan qimmatli qog'ozdir, bu qimmatli qog'oz uni chiqargan shaxsdan ipoteka ta'minotini ishonchli tarzda boshqarishni talab qilish, ipoteka ta'minotini tashkil qiluvchi talablar majburiyatlari bajarilishidan olingan pul mablag'larini olish huquqlarini beradi.

Ishtirok etish ipoteka sertifikatlarini faoliyatiga litsenziyasi bo'lgan tijorat tashkilotlari va shuningdek, kredit tashkilotlari tomonidan amalga oshiriladi. Ipoteka ta'minotini ishochli boshqarish shartnomasining amal qilish muddati ipoteka ta'minotini ishonchli qoidalari bilan belgilanadi

va 1 (bir) yildan kam bo'lmagan – 40 yildan ko'p bo'lmagan muddatni tashkil etadi.

Ishtirok etish ipoteka sertifikatlari ipoteka ta'minoti tarkibiga quyidagilarni kiritish mumkin:

- ipoteka bilan ta'minlangan majburiyatlar bo'yicha talablar;
- boshqa ipoteka ta'minotiga umumiy mulk huquqida hissani tasdiqlovchi ishtirok etish ipoteka sertifikatlari;
- unga bo'lgan talablar ipoteka ta'minotini tashkil qiluvchi majburiyatlar bajarilishi munosabati bilan olingan pul mablag'lari.

Ishtirok etish ipoteka sertifikati – oldingilariga qaraganda mutlaqo boshqacha qimmatli qog'oz bo'lib, ipoteka ta'minotidagi umumiy mulk huquqida o'z egasining ulushini tasdiqlaydi. Bank ipoteka bo'yicha garov xatlari ta'minot bo'lib xizmat kiladigan ishtirok etish ipoteka sertifikatlari chiqaradi. Ipoteka kreditlari bankning balansida hisobga olinmaydi. Bank qarz oluvchilardan tushumlarni nazorat qilib va qarz oluvchilarning defoltga uchrash xatarini keltirmasdan vakolatli boshqaruvchiga aylanadi. Sertifikat egalaringing ipoteka ta'minotiga mulkiy huquqi ipoteka ta'minotining vakolatli boshqaruvi ta'sis etilishi bilan bir vaqtda paydo bo'ladi. Har bir ishtirok etish ipoteka sertifikati bir xil hajmdagi huquqlarni tasdiqlaydi, shu jumladan ipoteka ta'minoti umumiy mulkiga ega bo'lgan huquqlarda ham bir hil hissani tasdiqlaydi.

Ishtirok etish ipoteka sertifikatlari o'ziga xos ma'lum xususiyatlarga ega (2.2.4-jadval).

2.2.4-jadval

Ishtirok etish ipoteka sertifikatlarining xususiyatlari

Xususiyati	Ishtirok etish ipoteka sertifikati
Kim tomonidan beriladi	Litsenziyaga ega tijorat tashkiloti
Chiqarilish shakli	Emissiyalanmaydigan
Egalik huquqi	Nomi yozilgan
Mavjudlik shakli	Elektron shaklda saqlanuvchi
Nominal	Nominal qiymatisiz
Amal qilish muddati	1 yiladn 40 yilgacha

Ipoteka qimmatli qog'ozlarining moliyalashtirish vositasi sifatidagi xilma-xilligi ularning bozor iqtisodiyotidagi o'rni va roliga, amal qilish sohasi va muddatiga, chikarish shakli va egalik tartibiga, foydaliligi va tavakkal darajasiga, beriladigan huquqlar hajmi, ximoya darajasi va boshqalarga bog'lik bo'ladi. Har bir qimmatli qog'oz o'zining afzalligi va kamchiliklariga egadir.

Ipoteka qimmatli qog'ozlarining ishlash tizimi ishonchli bo'lishi, ipoteka kreditlari bozorining rivojlanishini rag'batlantiradi, tijorat banklariga ularni ikkilamchi bozorda qayta moliyalashtirishga imkon beradi va ipoteka uchun uzoq muddatli kreditlar muammosini hal qiladi hamda aholini uy-joy bilan ta'minlashning yangi imkoniyatlarini beradi.

Chet ellardagi ba'zi moliyaviy kompaniyalarining majburiyatlari bo'yicha davlat kafolatchi bo'lishi, ularning ishonchligini oshiradi. Ipoteka kreditlarining ikkilamchi bozori garov qog'ozlarini ipoteka qimmatli qog'ozlariga o'zgartirish (transformatsiya) va ularni investorlar orasida tarqatish hisobidan ipoteka sistemasining umumiy kredit portfelini shakllantirishni ta'minlovchi ipoteka bozori ishtirokchilari orasidagi umumiy munosabatlardir.

Davlat (uning maxsus kompaniyasi yoki agentligi) bank-hamkorlar va rieltorlik firmalari orqali kreditlashni amalga oshiradi. Qarz oluvchi – jismoniy shaxs kredit olish uchun hududiy operator bilan tegishli shartnoma tuzgan dastur ishtirokchisi – bankka murojaat qiladi. Hududiy operatorlar banklar tomonidan ipoteka kreditlari berilishi bo'yicha ishlarni tashkil etadilar, qarz oluvchilar o'z vaqtida hisob-kitob qilishlari uchun javob beradilar, banklardan garov xatlarini sotib olib yig'adilar va agentlikka ulgurji tartibda sotadilar. Davlatning maxsus tashkiloti o'z navbatida sotib olingan garov xatlari asosida shakllantirilgan ta'minotga ko'ra ipoteka qimmatli qog'ozlari chiqaradi va shu yo'l bilan investorlar mablag'ini qayta moliyalashtirishga jalb qiladi.

Qimmatli qog'ozlarni chiqarishda quyidagi maqsadlar ko'zlanadi:

1. Aksiya (oddiy va imtiyozli) chiqarish va joylashtirish yo'li bilan aksiyadorlik kompaniyasini tuzish.

2. Obligatsiya chiqarish va joylashtirish yo'li bilan moliyalashtirishni kengaytirish.

3. Qo'shimcha investitsiya jalb qilish maqsadida kompaniyada hukmronlikni saqlab qolish uchun imtiyozli aksiyalar va obligatsiyalar chiqarish.

Davlat qimmatli qog'ozlari quyidagi maqsadlarda chiqariladi:

- joriy byudjet kamomadini (defitsitini) moliyalashtirish;
- avval joylashtirilgan qarzlarni so'ndirish;
- davlat byudjeti kassasining bajarilishini ta'minlash;
- soliqliq to'lovlarining notekis tushumini tekislash;
- tijorat banklarini likvid rezerv aktivlar bilan ta'minlash;
- davlat va mahalliy hokimiyat organlari tomonidan amalga oshiriladigan maqsadli investitsion dasturlarni moliyalashtirish;

- ijtimoiy muhim ahamiyatga ega bo'lgan muassasa va tashkilotlarni moliyaviy qo'llab-quvvatlash.

Turli mamlakatlarda davlat qog'ozlarini chiqarish hajmi 2011 yil holatiga har xil (2.2.5-jadvalga qaralsin) bo'lgan.

2.2.5-jadvaldan ko'rinib turibdiki, rivojlangan mamlakatlarda davlat qimmatli qog'ozlari ichki qarzni moliyalashtirishning asosiy manbalaridan hisoblanadi.

Bunda davlat ikkilamchi bozorda aylanadigan (obligatsiyalar, notalar, veksellar) va aylanmaydigan qog'ozlarini chiqarishi mumkin.

Nodavlat tashkilotlar esa investitsiyalarni jalb qilish uchun korporativ qimmatli qog'ozlar chiqaradilar.

Yuqorida keltirilganlardan va 2.1-paragrafdagi tasnifdan kelib chiqib aytish mumkinki, qimmatli qog'ozlarni umuman ikki katta guruhga ajratish mumkin: bazaviy va bazisli qimmatli qog'ozlarga.

2.2.5-jadval, (%)⁴⁶

	Italiya	Yaponiya	AQSH	Buyukbrit.	Kanada	Frantsiya	German.
Hajmi YaIMga nisbatan	50,6	40,4	29,5	24,0	19,6	17,7	16,6
Hajmi davlatning to'lanmagan ichki qarzig'a nisbatan	83,1	66,2	62,8	88,6	44,6	82,7	35,0

Bazaviy qimmatli qog'ozlarga ulush va qarz munosabatlarini o'zida mujassamlash-tiruvchi emissiyalanuvchi (derivativlardan tashqari) va emissiyalanmaydigan qog'ozlar kiradi. Bazislijariga esa derivativlar (hosilaviy qimmatli qog'ozlar) kiradi.

Savollar

1. Qimmatli qog'ozlarning qanday talqinlarini va xillarini bilasiz?
2. Qimmatli qog'ozlarning mazmuni nimadan iborat?
3. Qimmatli qog'ozlarning qanday xossalarini bilasiz?
4. «Qimmatli qog'ozlar va bazis» va «Qimmatli qog'ozlar bozori va makrobazis» modellari deganda nima tushuniladi?
6. Qimmatli qog'ozlarning qanday belgilarga ko'ra tasniflanadi?
7. Qimmatli qog'ozlarni chiqarishda qanday maqsadlar ko'zlanadi?

⁴⁶ Manba: Muallifning hisob-kitoblari.

8. Emissiyalanuvchi va emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozlar nima?

9. Bazaviy va bazisli qimmatli qog'ozlar nima?

10. O'zbekistonda qanday turdagi qimmatli qog'ozlar chiqariladi?

Topshiriqlar

1. Qimmatli qog'ozlarni har bir tasnif belgisi bo'yicha tavsiflang.
2. Derivativlarning shakllarini ifodalang.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

2.3. Qimmatli qog'ozlarning hayot jarayoni ssikli

Qimmatli qog'ozning hayot ssikli (davr bosqichlarini o'z ichiga oluvchi) quyidagi jarayonlarni o'z ichiga oladi: emissiyaga tayyorgarlik (emissiyaoldi), emissiya risolasini davlat ro'yhatidan o'tkazib chiqarish va joylashtirish (emissiya), bozor muomalasi, muomaladan chiqarish (so'ndirish). Har bir jarayondagi ishlar tegishli qonun hujjatlarida belgilanganidek amalga oshiriladi.

Birinchi bosqich (emissiyaga tayyorgarlik) quyidagi jarayonlardan iborat: chiqarilajak qimmatli qog'ozlarni, ularning hajmini va qiymatini bazisiga ekvivalentlilik darajasi asosida maqsadga muvofiqligini, bozor tendentsiyasini, shartlarini tadqiq qilish va asoslash; emissiya taktikasi va strategiyasini ishlab chiqish; uni muhokama qilish va chiqarish to'g'risida qaror qabul qilish (vakolatli organ tomonidan); emissiya risolasini davlat ro'yhatidan belgilangan tartibda o'tkazish uchun tayyorlash.

Ikkinchi bosqichda emissiya risolasi davlat ro'yhatidan o'tkaziladi, qonunchilik hujjatlari va risolada belgilangan tartibda reklama qilinish potentsial investorlar o'rtasida joylashtiriladi, emissiya natijalari to'g'risida hisobot berib boriladi.

Uchinchi bosqichda joylashtirilgan qimmatli qog'ozlar ikkilamchi bozorda uning kon'yunkturasiga bog'liq holda erkin muomalada bo'ladi, buning uchun emitent ularning ekvivalentlilik darajasini uzluksiz ta'minlab bozordagi kursini monitoring qilib boradi. Bunda emitent va bozorning transparentlilik (shaffofiligi) katta ahamiyatga ega.

To'rtinchi bosqich qimmatli qog'ozlarni ularning risolasi shartlariga asosan hamda (yoki) qonun hujjatlarida belgilangan hollarda va tartibda muomaladan chiqarish (so'ndirish).

O'zbekiston Respublikasining «Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida» nomli Qonuniga asosan korporativ qimmatli qog'ozlarning (aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari va obligatsiyalari, korxonalarining derivativlari) hayot ssikli jarayonlari bunday qog'ozlar bilan bog'liq munosabatlarni tartiblashtiruvchi vakolatli davlat organi (hozirda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini muvofiqlashtirish va nazorat qilish Markazi) tomonidan muvofiqlashtiriladi va nazorat qilinadi.

Bunda tijorat banklarining aksiyalarini chiqarilishi Qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini muvofiqlashtirish va nazorat qilish Markazi (keyingi matnlarda Markaz deb yuritiladi) tomonidan Markaziy bank bilan kelishilgan tartibda amalga oshiriladi.

Banklarning aktivlari bilan bog'liq qimmatli qog'ozlarni Markaziy bank tartiblashtiradi.

Veksellarni chiqarilishi Markaziy bank va Moliya vazirligi tomonidan tartiblashtiriladi.

Davlat qimmatli qog'ozlari bozorini vakolatli davlat organlari (qog'oz turlariga qarab Vazirlar Mahkamasi, Moliya vazirligi, Markaziy bank) tartiblashtiradi.

Korporativ qimmatli qog'ozlar chiqarilishida emitentdan davlat byudjetiga qonunda belgilangan hajmda emission yig'im olinadi.

Vakolatli davlat organi respublikada davlat ro'yhatidan o'tkazilgan qimmatli qog'ozlarning umumiy davlat reestrini yuritadi va ro'yhatini muntazam e'lon qilib boradi.

Qimmatli qog'ozlarni davlat ro'yhatidan o'tkazmasdan ommaviy axborot vositalari orqali reklama qilish ma'n etiladi.

Savollar

1. Qimmatli qog'ozlarning hayot ssikli tushunchasining mazmuni nimadan iborat?
2. Qimmatli qog'ozlarning hayot ssikli qanday jarayonlardan iborat?

Topshiriqlar

1. Qimmatli qog'ozlar hayot ssiklining har bir jarayonini tavsiflab bering.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

2.4. Bazaviy qimmatli qog'ozlarning muomala mexanizmi

Bazaviy qimmatli qog'ozlarni (aksiya, obligatsiya, bank sertifikatlari, veksell, nota va h.k.) muomalaga chiqarish chog'ida asosiy me'yoriy hujjat bo'lib ularni chiqarish standarti hisoblanadi.

Standart qimmatli qog'ozlarni hayot ssiklini (emissiyaoldi, chiqarish, joylashtirish, muomalasi, konvertatsiyasi va so'ndirish tartibini) me'yorlaydi.

Uning asosida qimmatli qog'ozlarni chiqarish va joylashtirish chog'ida to'htatish, haqiqiy emas deb topish va umumiy davlat reestriga o'zgartirishlar kiritish tartibi belgilanadi.

Aksiyadorlik jamiyati aksiyalarini emissiyaoldi ishlari va emissiyasi.

Aksiyadorlik jamiyati aksiya chiqarish to'g'risida tegishli qaror qabul qiladi. Buning uchun, avvalambor jamiyatning holati, potentsiali va investitsion istiqboli, shu asosda aksiyalar bozori kon'yunkturasi va risklar tahlil qilinib, chiqarilajak aksiyalarning turi, hajmi, soni va chiqarish shartlari, muddati, joylashtirish usullari, tartibi va investorlar (aksiyadorlar) ko'lamini belgilanadi.

Bunda aksiyalar emissiyasining umumiy taktikasi va strategiyasi aniqlanadi, aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi tomonidan emissiya risolasi belgilangan tartibda tasdiqlanadi. Natijada emissiya risolasi davlat ro'yhatidan o'tkazish uchun tayyorlanadi.

Hozirda borgan sari amaliyotda IPO (*Initial Public Offering*) usuli ko'proq qo'llanilmoqda.

Aksiyadorlik jamiyatini tuzish chog'ida aksiyalar birlamchi tarzda ta'sis hujjatlariga ko'ra yopiq usulda joylashtirilgan deb hisoblanadi. Bunda aksiyadorlar o'zlariga tegishli aksiyalari qiymatining kamida 30 foizini to'lashlari lozim. Qolgan qismini esa kamida bir yil davomida to'lashlari talab etiladi (agar Ustavda boshqa qisqaroq muddat ko'rsatilmagan bo'lsa).

Qo'shimcha aksiyalar esa ochiq yoki yopiq usulda yoki ikkala usul kombinatsiyasi asosida joylashtirilishi mumkin.

Yopiq usulda qo'shimcha chiqarilgan aksiyalar qo'shimcha kapital kiritish, dividend hisobiga, jamiyatning o'tgan yillarda taqsimlanmagan foydasi evaziga joylashtirilishi mumkin.

Bunda jamiyat ustav fondini oshirish to'g'risida qaror qabul qilinishi vaqtida (qo'shimcha kapital kiritilishi holidan tashqari) qo'shimcha chiqarilgan aksiyalarni yopiq usulda joylashtirish chog'ida

oshirilgan ustav fondi summasi jamiyatning sof aktivlari va ustav fondi (rezerv fondini hisobga olgan holda) tafovutidan oshmasligi shart.

Ochiq usulda qo'shimcha aksiyalar (obligatsiyalar va boshqa emissiyalanuvchi qog'ozlar) oldindan cheklanmagan investorlar o'rtasida erkin bozor narxida belgilangan tartibda joylashtiriladi. Bunda, odatda, investitsiya vositachilari (brokerlar, anderryterlar va ularning sindikatlari) ishtirok etadi.

Emissiya bosqichlari 2.4.1-jadvalda tizimli tarzda keltirilgan.

2.4.1- jadval.

Qimmatli qog'ozlar emissiyasi bosqichlarining tavsifi

Qimmatli qog'ozlarning turlari	Emissiya bosqichlari							Qimmatli qog'ozlarni joylashtirish		
	Chiqarish to'g'risida qaror qabul qilish	Emissiya risolasini tayyorlash	Davlat ro'yhatidan o'tkazish	Sertifikatlarni tayyorlash	Axborotni ochib berish		Emissiya natijalari to'g'risidagi hisobotni ro'yhatga olish	Tarqatish	Obuna bo'lish	Konvertatsiyalash
		Aksiyadorlik jamiyatini (AJ) tuzish chog'ida aksiyalarni davlat ro'yhatidan o'tkazish ularni chiqarish natijalari to'g'risidagi hisobotni ro'yhatga olish bilan amalga oshiriladi								
AJ tuzish chog'idagi aksiyalar	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-
Yopiq usulda joylashtiriladigan aksiyalar	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-
Ochiq usulda joylashtiriladigan aksiyalar	+	+	+	+	+	+	+	-	+	-
Ochiq usulda joylashtiriladigan obligatsiyalar	+	+	+	+	+	+	+	-	+	-
Konvertatsiya yo'li bilan joylashtiriladigan qimmatli qog'ozlar	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+

Emissiya risolasini ro'yhatdan o'tkazish.

Qimmatli qog'ozlarni chiqarish ularning emissiya risolasini davlat ro'yhatidan o'tkazilishini taqazo etadi.

Qimmatli qog'ozlar emissiyasi risolasi vakolatli davlat organi tomonidan belgilangan muddatda va tartibda ro'yhatga olinadi (agar emitent tomonidan taqdim etilgan barcha hujjatlar talab darajasida bo'lsa), natijada unga maxsus davlat raqami biriktiriladi.

Aytilgan tartib obligatsiyalar chiqarish uchun ham taaluqli.

Obligatsiyalar chiqarish faqat jamiyat tuzilishi chog'ida birlamchi chiqarilgan aksiyalar to'liq joylashtirilganidan keyin ruxsat beriladi.

Har bir turdagi qimmatli qog'ozga Milliy identifikatsiya tartib (nomer) raqami beriladi.

Emissiya natijalari to'g'risidagi hisobot va ma'lumotlarni ochib berish.

Har bir emitent qimmatli qog'ozlarini joylashtirilishi to'g'risida vakolatli organga har chorakda va yillik hisobot (belgilangan shakl va muddatlarda) taqdim etishi lozim.

Emitent qimmatli qog'ozlarini emissiyasi chog'ida ma'lum muddatlarda investorlarga qonun hujjatlarida ko'rsatilgan ma'lumotlarni belgilangan tartibda ochib berishi talab etiladi.

Davlat qimmatli qog'ozlarini Vazirlar Mahkamasining qarori bilan Moliya vazirligi va Markaziy bank chiqaradi.

Qimmatli qog'ozlarning bozor muomalasi.

Davlat ro'yxatidan o'tgan emissiyalanuvchi qimmatli qog'ozlar birlamchi bozorda joylashtirilgan vaqtdan boshlab ularning ikkilamchi bozor muomalasi boshlanadi. Ikkilamchi bozorda faqat qimmatli qog'ozlarning egalari o'zgaradi va bu jarayonning maxsus investitsiya institutlari va emitent reestri tomonidan hisobi yuritiladi.

Qimmatli qog'ozlarni so'ndirish (muomaladan chiqarish).

Qimmatli qog'ozlar qonunda belgilangan tartibda so'ndiriladi.

Aksiyalar quyidagi hollarda muomaladan chiqarilishi mumkin:

- aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi qaroriga asosan emitentning tugatilishi holida;

- jamiyatning reorganizasiya (qo'shilishi, ajralishi, birlashishi, qayta tashkil etilishi) qilinishi holida;

- qimmatli qog'ozlarni maydalanishi, yiriklashtirilishi, qaytarib sotib olishishi, konvertasiyalanishi hollarida;

- sud qarori bilan jamiyatni tugatilishi holida;

- agar jamiyat Ustavida qimmatli qog'ozning muomala muddati cheklangan bo'lsa.

Emissiyalanuvchi qimmatli qog'ozlarning so'ndirilishi ularni belgilangan tartibda annulyasiya va yo'q qilish yo'li bilan amalga oshiriladi.

Davlat qimmatli qog'ozlari davlat tomonidan belgilangan tartibda muomaladan chiqariladi.

Banklar va boshqa tashkilotlarning emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozlari ularni chiqarish shartlariga asosan muddati tugagach belgilangan tartibda bank tomonidan so'ndiriladi.

Qimmatli qog'ozlarni so'ndirilishi to'g'risidagi komissiya hujjati asosida ular davlat reestridan chiqariladi.

Savollar

1. Qimmatli qog'ozlar emissiyasi standarti nima uchun kerak?
2. Qimmatli qog'ozlar emissiyasi qanday hollarda va usullarda amalga oshiriladi?
3. Kompaniyalar IPO mexanizmi nima?
4. Qimmatli qog'ozlar turlari emissiyasi qanday davlat organlari tomonidan tartiblashtiriladi?
5. Qimmatli qog'ozlarning bozor muomalasi nima?
6. Qimmatli qog'ozlar qanday so'ndiriladi?

Topshiriqlar

1. Qimmatli qog'ozlar emissiyasi risolasi (prospekti) loyahasini tuzing.
2. IPO loyahasini o'rganing.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

2.5. Hosilaviy qimmatli qog'ozlar va ularni chiqarish

Hosilaviy qimmatli qog'ozlar (ya'ni derivativlar – opsiyon, f'yuchers, svop, forward, varrant – bazisli qimmatli qog'ozlar) o'zining hayot ssiklida bazaviy qog'ozlarnikiga o'hshash tarzda belgilangan tartibda emissiyaoldi ishlari amalga oshiriladi, emissiya risolasi davlat ro'yhatidan o'tkaziladi, ikkilamchi muomalada bo'ladi va so'ndiriladi.

Derivativlar naqd va blanksiz shakllarda, egasining ismi yozilgan yoki taqdim etuvchiga mo'ljallangan turda chiqarilishi mumkin. Ular klass va seriyalarga bo'linadi.

Derivativ klassi deganda derivativ asosida bir turdagi bazis aktiv yotishi tushuniladi. Seriyali derivativ deganda esa bir hil narxli va muddatli bir klassli derivativ tushuniladi. Bazis aktiv sifatida quyidagilar bo'lishi mumkin: tovar, xom-ashyo, bazaviy qimmatli qog'oz, valyuta, indeks, bo'lajak daromad, foiz stavkasi, obi-havo prognozi va h.k.

Derivativlarning asosiylari quyidagi sakl va mazmunda bo'ladi.

OPTSION

sotishga (put)

davlat ro'yxati nomeri va sanasi seriya _____
 ko'chirma sanasi " ____ " _____ 20__ yil. nomer _____

(options emitentining nomi, manzili, bank rekvizitlari)
sotish majburiyatini oladi*

(options sotib oluvchisining nomi, manzili, bank rekvizitlari)
yoki uning vorisidan **

bazis aktivni:

turi (ko'rinishi, kategoriyasi) _____

nominal _____

1 donasining narxi _____

soni _____ dona.

emitent _____

umumiy bahosi _____

keyingi muddat uchun: (sana) " ____ " _____ 20__ yil.

Emitent imzosi:

Korxonah rahbari _____ MO'.

Bosh buxgalter _____

* Egasini ismi yozilgan optionsonda ko'rsatiladi.

** Ssessiya⁴⁷ optionsionning orqa tarafida yoki qo'shimcha varaqda – allonjda ko'rsatiladi.

⁴⁷ Ssessiya – rus tilida "цессия" deyiladi.

OPTSION
sotib olishga (koll)

davlat ro'yxati nomeri va sanasi _____ seriya _____
ko'chirma sanasi " __ " _____ 20__ y. _____ nomer _____

(option emitentining nomi, manzili, bank rekvizitlari)
emitentdan sotib olish majburiyatini oladi*

(option sotib oluvchisining nomi, manzili, bank rekvizitlari)

yoki uning vorisidan **

bazis aktivni:

turi (ko'rinishi, kategoriyasi) _____

nominal _____

1 donasining narxi _____

soni _____ dona.

emitent _____

umumiy bahosi _____

keyingi muddat uchun: (sana) " __ " _____ 20__ y.

Emitent imzosi:

Korxonra rahbari _____ MO'.

Bosh buxgalter _____

* Egasini ismi yozilgan opsiyonda ko'rsatiladi.

** Ssessiya opsiyoning orqa tarafida yoki qo'shimcha varaqda –
allonjda ko'rsatiladi.

F'YUCHERS

sotishga

davlat ro'yxati nomeri va sanasi _____ seriya _____
ko'chirma sanasi " __ " _____ 20__ y. nomer _____

(f'yuchers emitentining nomi, manzili, bank rekvizitlari)
sotish majburiyatini oladi*

(f'yuchers sotib oluvchisining nomi, manzili, bank rekvizitlari)
yoki uning vorisidan** bázis aktivni:

turi (ko'rinishi, kategoriyasi) _____

nominal _____

1 donasining narxi _____

soni _____ dona.

emitent _____

umumiy bahosi _____

bajarish muddati: (sana) " __ " _____ 20__ y.

Emitent imzosi:

Korxonra rahbari _____ MO'.

Bosh buxgalter _____

* Egasini ismi yozilgan f'yuchersda ko'rsatiladi.

** Ssessiya f'yuchersning orqa tarafida yoki qo'shimcha
varaqa – allonjda ko'rsatiladi.

F'YUCHERS

sotib olishga

davlat ro'yxati nomeri va sanasi seriya _____
ko'chirma sanasi " _ " _____ 20 __ y. nomer _____

(f'yuchers emitentining nomi, manzili, bank rekvizitlari)
emitentdan sotib olish majburiyatini oladi*

(f'yuchers sotib oluvchisining nomi, manzili, bank rekvizitlari)

yoki uning vorisidan **

bazis aktivni:

turi (ko'rinishi, kategoriyasi) _____

nominal _____

1 donasining narxi _____

soni _____ dona.

emitent _____

umumiy bahosi _____

bajarish muddati: (sana) " _ " _____ 20 __ y.

Emitent imzosi:

Korxonah rahbari _____ MO'.

Bosh buxgalter _____

* Egasini ismi yozilgan opsiyonda ko'rsatiladi.

** Ssessiya f'yuchersning orqa tarafida yoki qo'shimcha
varaqa – allonjda ko'rsatiladi.

SSESIYA № _____

Oldi-sotdi shartnomasi № _____
" " _____ 20 __yildan " " _____ 20 __yilgacha.

(Ssedentning nomi, manzili, bank rekvizitlari (pasp.ma'lumotlari))
o'tib beradi,

(Ssessionariyning nomi (ismi), manzili, bank rekvizitlar
(pasp.ma'lumotlari))

egalik huquqini sotib oladi _____
(derivativ turi)

№ _____ seriyasi _____

Ssedent imzosi:

Ssessionariy imzosi:

rahbar (ismi)

rahbar (ismi)

bosh buxgalter (tashkilot uchun) bosh buxgalter (tashkilot uchun)

M.O'.

M.O'.

Varrant opsiyonning alohida turi hisoblananib, u bo'yicha avval emissiya qilingan qog'ozlarga va bazis narxidan past bahoda chiqarish mumkin emas.

VARRANT

davlat ro'yxati nomeri va sanasi _____ seriya _____
ko'chirma sanasi " __ " _____ 20__ y. nomer _____

(varrant emitentining nomi, manzili, bank rekvizitlari)
sotish majburiyatini oladi

(varrant sotib oluvchisining nomi, manzili, bank rekvizitlari)

yoki uning vorisiga quyidagi qimmatli qog'ozlarni:
qimmatli qog'oz turi (ko'rinishi, kategoriyasi)

nominal _____
1 donasining narxi _____
soni _____ dona.
emitent _____
umumiy bahosi _____

keyingi muddat uchun: (sana) " __ " _____ 20__ y.

Emitent imzosi:

Korxonalar rahbari _____ MO'.
Bosh buxgalter _____

Derivativlarni yuridik shaxslar chiqaradi. Varrant bilan birga uning bazis aktivi bo'lgan qimmatli qog'ozlar ham chiqariladi.

Derivativning muomala muddati uning bazis aktivi muddatidan oshmaydi. Bunda bazis aktiv, uning emitenti va sotilishining parametrlari to'g'risida to'liq ma'lumot keltiriladi.

Derivativlar risolasini davlat ro'yhatidan o'tkazish regulyator tomonidan belgilangan tartibda va muddatda amalga oshiriladi, shundan keyin derivativ risolasi chop etiladi va qog'ozlar muomalada bo'lishi mumkin.

Agar derivativ emitenti bank bo'lsa, u holda Markaziy bank bilan dastlabki tarzda kelishilgan holda chiqariladi.

Sotib olish f'yuchersini ro'yhatdan o'tkazish uchun emitent belgilangan pul summasini deponentlaydi (masalan, umumiy summadan 20 foiz).

Derivativilar muomalasi belgilangan tartibda amalga oshiriladi. Bunda opsiyonlar birja yoki birjadan tashqari bozorda muomala qilishi mumkin. F'yucherslar esa faqat birja muaomalasida bo'ladi.

Regulyator derivativlar emissiyasi va muomalasi jarayonlarini nazorat qilib boradi.

Kliring palatasi derivativlar bo'yicha o'zaro hisoblarni amalga oshiradi.

Derivativilar emissiyalanuvchi qog'ozlar singari so'ndiriladi.

Savollar

1. Derivativilar mazmunan nimani anglatadi?
2. Derivativilarning qaysi turlarini bilasiz?
3. Derivativilar emissiyasi tartibi nimadan iborat?

Topshiriqlar

1. Derivativilar blanki shaklini ifodalab rasmiylashtiring.
2. Derivativilar emissiyasi tartibini ifodalang.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

III bob. MOLIYA BOZORI INDIKATORLARI VA MODELLARI

3.1. Moliya bozori indikatorlari

Globalashuv sharoitlarida industrial va rivojlanayotgan mamlakatlar iqtisodiyotlarining rivojlanish bosqichlari moliya bozorlari rolini keskin oshishi bilan belgilanadi. Chunki moliya bozorlari bu sharoitlarda jahon iqtisodiyoti miqyosida na faqat moliyaviy oqimlarning samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishini ta'minlamoqda, balki mamlakatlar iqtisodiyotlari va bozorlarining raqobatbardoshliligini, sharoitlarga egiluvchan moslashishi, xavfsizlik darajasini, iqtisodiy o'sish va rivojlanish sur'atlarini belgilamoqda (1.1 paragrafga qaralsin). Ayniqsa moliya tizimi va undagi moliya bozorining raqobatbardoshliligi har qanday mamlakat iqtisodiy rivojlanishining asosiy omillaridan hisoblanadi. Aynan globalashuv sharoitida moliya bozorining yuqori darajadagi raqobatbardoshliligi iqtisodiyotda modernizatsiya va industrial o'sishni ta'minlash uchun investitsiyalarni jalb qilish bo'yicha keng imkoniyatlarni beradi. Shu bilan birga har qanday mamlakatning moliya tizimi va bozori raqobatbardoshliligi ularning javfsizlik, barqarorlik, jalbdorlik va risk darajasiga bevosita bog'liq. Chunki ko'p jihatdan ushbu ko'rsatkichlarning yuqori darajasi ichki va tashqi investorlarning mamlakat bozoriga nisbatan ishonchini oshiradi, ular tomonidan amalga oshiriladigan investitsiyalarning risklilik darajasini pastligidan dalolat beradi.

Ma'lumki, risklilik darajasi tizimli, tarmoqlar, investitsiyalar jalb qiluvchi emitentlar va investorlarning risklari yig'indisidan tashkil topadi. Moliya bozorida namoyon bo'luvchi tizimli risklar investitsiya qilish to'g'risida qaror qabul qilishning muhim komponentasi hisoblanadi. Ushbu risklarni va yuqorida aytilgan ko'rsatkichlarni hamda ularning xavfsizlik chegaraviy (kritik) qiymatlarini baholash ekonometrik usullar va finansometrika⁴⁸ yordamida amalga oshirilishi mumkin. Bunda ko'p jihatdan iqtisodiy va moliyaviy xavfsizlik indikatorlari tizimi va ularning kritik qiymatlari (miqdorlari) nazarda tutiladi. Ularning bunday qiymatlarini o'z vaqtida, oldindan va to'g'ri miqdoriy baholay olmaslik ishlab chiqarish va takroran ishlab chiqarish

⁴⁸ Shoxa'zamiy Sh.Sh. Sek'yurimetrika.-T.: Uzbekiston milliy ensiklopediyasi, 2005.-473 s.

jarayonlariga moliya bozori orqali salbiy ta'sir ko'rsatuvchi hodisalarni keltirib chiqarishi mumkin. Shuning uchun moliya tizimi va bozorining xavfsizlik, barqarorlik, raqobatbardoshlilik, risklilik va jalbdorlilik indikatorlarini bilish va ularni baholash har qanday mamlakat iqtisodiyotida muhim ahamiyatga ega.

Makroiqtisodiy va makromoliyaviy (jumladan, finansometrik) indikatorlar yordamida yuqorida sanab o'tilgan sifat ko'rsatkichlarini miqdoriy baholash, ular yordamida ifodalanuvchi moliya bozoriga xos jarayonlarni tadqiq qilish, undagi tendentsiyalar dinamikasini tahlil qilish, bozor monitoringini o'tkazish va undagi ijobiy va salbiy hodisalarni prognoz qilish, bularning natijalari asosida paydo bo'lishi mumkin bo'lgan havflar va disproporsiyalar manbalarini (sabablarini) aniqlash va o'z vaqtida ularning iqtisodiyotga va moliya tizimiga salbiy ta'sirini oldini olish yoki darajasini oldindan pasaytirish bo'yicha chora-tadbirlarni ishlab chiqish mumkin. Boshqacha qilib aytganda, matematik modellashtirish va prognoz qilish metodlari bilan hamohang bo'lgan indikatorlarga (ya'ni iqtisodiyot uchun muhim bo'lgan moliya bozorining xavfsizlik, raqobatbardoshlilik, barqarorlik, risklilik va jalbdorlilik ko'rsatkichlariga) salbiy ta'sir etuvchi sabablarni oldindan aniqlash, ularni pasaytirish yoki oldini olish bilan bog'liq chora-tadbirlarni ishlab chiqish va amalga oshirish uchun zarur bo'lgan vaqt miqdori bilan ta'minlash imkonini beradi.

Moliya tizimi va bozorining xavfsizlik, raqobatbardoshlilik, barqarorlilik va jalbdorlilik darajalarini bevosita va bilvosita miqdoriy ifodalovchi indikatorlarni quyidagi besh guruhlariga ajratish mumkin:

1. Makromoliyaviy indikatorlar;
2. Iqtisodiyotda jamg'armalar va investitsiyalar nisbatini ifodalovchi indikatorlar;
3. Bank tizimi faoliyatining indikatorlari;
4. Narx-navo indikatorlari;
5. Moliya bozorini (undagi holat va dinamik jarayonlarni) ifodalovchi indikatorlar.

Har bir guruhga kiruvchi indikatorlar 2-ilovada keltirilgan.

Yuqorida keltirilgan indikatorlar va ularni baholash natijalarini tizimli qayta ishlab tahlil qilish asosida moliya bozorini xavfsizlik, raqobatbardoshlilik, barqarorlik va jalbdorlilik darajalarini, holati, tendentsiyalari va muammolarini, iqtisodiyotdagi roli va funktsiyalari sifatini aniqlash mumkin. Bularning barchasi moliya bozorini rivojlantirish yoki takomillashtirish bo'yicha istiqbollari va ustuvor yo'nalishlarni belgilashga hamda zarur hollarda operativ tarzda

regulyativ chora-tadbirlarni ishlab chiqish va bozor faoliyatini muvofiqlashtirishda yordam beradi.

Savollar

1. Indikatorlar nimaga kerak?
2. Makromoliyaviy indikatorlar yordamida nimalar o'lchanadi?
2. Iqtisodiyotda jamg'armalar va investitsiyalar nisbatini ifodalovchi indikatorlar qanday o'lchanadi?
3. Bank tizimi faoliyatining indikatorlari qanday o'lchanadi?
4. Narx-navo indikatorlari qanday o'lchanadi?
5. Moliya bozorini ifodalovchi indikatorlar qanday o'lchanadi?

Topshiriqlar

1. Moliya bozori indikatorlarini 2- va 3-ilovalardagi ma'lumotlar asosida o'lchang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

3.2. Jahon qimmatli qog'ozlar bozori fond indeklari

Fond indekslarining mazmuni. Ular nima uchun kerak?

Fond indeksi – bu qimmatli qog'ozlar bozori holatini baholash ko'rsatkichi bo'lib, sodir bo'layotgan makroiqtisodiy jarayonlarni kompleks ifodalaydi. Iqtisodiyotda inqirozlar sodir bo'lsa, uning miqdori pasayadi. Iqtisodiy o'sish davrida esa uning miqdori ortib boradi. Shuning uchun fond indekslarini barcha mamlakatlarda iqtisodiyot holatini umumlashgan miqdoriy ko'rsatkichlari deb qabul qilingan. Ya'ni fond indeksi qandaydir ma'lum bir son bo'lib, qimmatli qog'ozlar bozorining holati sifatini tavsiflaydi (ifodalaydi). Ushbu sonni qandaydir bir vaqtda xosil bo'luvchi oddiy bir son deb qaralsa, unda bu son mazmunan o'zida hech qanday aytarlik muhim axborotni mujassamlashtirmaydi. Muhimi sonning mazmunida emas, balki uning avvalgi davrlardagi miqdorlarini bir-birlari bilan solishtirma baholashdan xosil bo'ladigan natijalardadir. Bu natijalar ketma-ketligi asosida qiziqtirgan vaqt oralig'ida qimmatli qog'ozlar bozori holatini ijobiy yoki salbiy ekanligi to'g'risida aniq miqdoriy tasavvurga ega bo'lish mumkin. Lekin bu sonni xosil qiluvchi qonuniyatning matematik shakliga qaralsa, u holda uni ma'lum bir mazmun-mohiyatdan kelib chiqishini, demak ma'nosiz oddiy sondan farqliligini, ko'rish mumkin. Shunday qilib fond indeksi bir tomondan mazmunan obyektini – fond

bozoridagi qiziqtirgan ko'satkichlarini bir-biri bilan bog'liqligi qonuniyatini matematik shaklda ifodalaydi, ikkinchi tomondan esa uning bir necha vaqt cheralari uchun hisoblab topilgan qiymatlarini bir-biri bilan solishtirilganda obyektidagi hodisalarni qiziqtirgan vaqt oraliqlarida o'zgarish tendentsiyalari dinamikasini namoyon qiladi. Aynan shuning uchun ham fond indeksleri iqtisodiyot uchun ahamiyatlidir.

Fond indekslaridan foydalanuvchilarning maqsadini oqlovchi ideal fond indeksi quyidagi asosiy maqsadlarga javob berishi lozim:

- fond bozoridagi holatni aniq va o'z vaqtida ifodalashi;
- bozor tendentsiyasi yo'nalishini prognoz qilish, taxnik tahlil usullari yordamida bozor holatini bashorat qilish uchun qulay va yaxshi vosita bo'lishi;

- turli milliy fond bozorlarida yirik strategik investitsiyalar qilish bilan shug'ullanadigan investorlarga aynan qaysi bir mamlakat bozoriga qaysi vaqtda o'z sarmoyalarini yo'naltirishi mumkinligi to'g'risida tegishli qaror qabul qilishi uchun yordam berishi;

- risklarni na faqat bozor doirasida, balki uning alohida ko'rsatkichlari (masalan, foiz stavkalari) bo'yicha xedjirlash maqsadida f'yuchers va opsiyon shartnomalar uchun vosita bo'lib xizmat qilishi;

- «ishonchlilik-daromadlilik» toifalarida qimmatli qog'ozlarning optimal portfelini shakllantirish va samarali boshqarishda qaror qabul qilish uchun asos bo'lib xizmat qilishi;

- indeks yordamida ifodalanuvchi fond boyliklari bilan yoki ularning o'xshash (korrelyasiyalanuvchi) bozorida ishlovchi treyder (yoki portfel boshqaruvchisi va h.k.) olishi lozim bo'lgan daromadning minimal bazaviy miqdorini ko'rsatishi;

- muayyan kompaniyalar boshqaruvchilarining ish sifatini tarmoqlar va umuman bozor bo'yicha o'rtacha qiymatlari sifati bilan solishtirma baholash vositasi bo'lib xizmat qilishi;

- indeks portfelida keltirilgan instrumentlar muomalada bo'luvchi mamlakat bozorida uni tartiblashtiruvchi organlar faoliyatini tavsiflashi, iqtisodiy holat va investision muhitni aks etishi kerak.

Fond indeksleri ularni birjada yoki birjadan tashqari (nobirjaviy) bozorda qo'llanilishiga qarab, mos ravishda birja indeksleri va birjadan tashqari bozor indeksleri bo'lishi mumkin.

Indeksler qimmatli qog'ozlar turini tanlashga bog'liq bo'lgan, ularni hisoblab topishda qo'llaniladigan ma'lumot bo'yicha, umuman qimmatli qog'ozlar bozori, qimmatli qog'ozlar turlarining guruhlari bozori, iqtisodiyotning qandaydir tarmog'iga oid qimmatli qog'ozlar

bozori holatini ifodalashi mumkin. Bu indekslar tendentsiyasi dinamikasini solishtirish u yoki bu tarmoq holatini umuman iqtisodiyotga nisbatan qanday o'zgarishini ko'rsatishi mumkin.

Indekslar axborot agentliklari va fond birjalari tomonidan hisoblab topiladi va muntazam ochiq ravishda chop etilib boriladi.

Indekslar moliyaviy instrumentlarning turli xillari uchun ishlab chiqilgan, masalan, Aksiyalarga, qarz munosabatlarini mujassamlashtiruvchi qimmatli qog'ozlarga, horijiy valyutalarga va h.k. Ularning ichida Aksiya indeksleri eng nomdorlisi hisoblanadi.

Fond indekslarining ko'p qismi ikki guruhdan biriga, ya'ni kapitalizatsiyalashgan va narxli indekslarga, mansubdir.

Kapitalizatsiyalashgan indekslar kompaniyalarning umumiy kapitalizatsiya darajasini o'lchaydi. Ularni hisoblab topishda kompaniyalarning Aksiyalari to'g'risidagi ma'lumotlar qo'llaniladi. Indeksning hisoblab topilgan qiymatlari ma'lum bir bazaviy sanaga nisbatan me'yorlashtiriladi.

Ta'kidlash joizki, kompaniyaning kapitalizatsiyasi deganda, uning muomaladagi Aksiyalari sonini bozor bahosiga ko'paytmasi tushuniladi.

Kapitalizatsiyalashgan indekslarga *Standard and Poor's (S&P-500, S&P-400)*, Nyu-York fond birjasining yig'ma va boshqa shu kabi indeksleri kiradi. G'arb mamlakatlari qimmatli qog'ozlari bozorining ko'pchilik indeksleri shu toifaga mansub.

Narxli indekslar, yoki boshqacha qilib aytganda, narxga mutanosib vaznlashtirilgan indekslar. Ular indeksning bazaviy ro'yxatiga kirgan kompaniyalar Aksiyalarining o'rta arifmetik bahosi ko'rinishidagi formula asosida hisoblanib topiladi. Bunday indekslarga, masalan, *Dou Djons (Dow Jones)* sanoat va boshqa turdagi indeksleri, indeks Tokio fond birjasi indeksi – *Nikkei-225*, Amerika fond birjasining asosiy indeksi – *AMEX* va shularga o'hshash boshqa indekslar.

Hozirda indekslar derivativlar uchun bazis aktiv sifatida qo'llanilmoqda (*Dou Djons* sanoat indeksidan tashqari, chunki u «*Dow Jones & C°*» kompaniyasi tomonidan bu maqsadlarda, ya'ni fyuchers va opsiyonlar bazisi sifatida, taqiqlangan). Bunday bazisli derivativlar qimmatli qog'ozlar bozori qatnashchilariga turli investision strategiyalarni amalga oshirish, operatsiya larni xedjirlash, spekuliyativ o'yinlarda faol ishtirok etish va h.k. imkoniyatlarini beradi.

zarurat va barcha istemolchilarga ahamiyatli ekanki u doimo kerak bo'ladi va yashaydi.

Muhimi indeks qanday bo'lishi lozim? Kim undan norozi bo'lsa, yoki qoniqmasa yangisini tanlashga imkoniyati bo'lishi lozim. Yoki indeksning qaysi birini tahlil qilish uchun tanlash lozim? Agar yuqorida keltirilgan fond indekslariga murojat etilsa, unda bir xil bozorlar holatini aks etuvchi va o'zgarish metodikalarga asoslangan juda ko'p indekslarni ko'rish mumkin.

Korelyatsiyasi birga teng indekslar guruhidan faqat bittasi muhimdir, qolganlari ma'lumot olish nuqtai nazardan ahamiyatga ega emas, ular yo'q bo'lib ketishi mumkin degan farazlar vujudga kelishi mumkin. Bunda hato qilmaslik va tahlildan muhim bo'lgan indikatorni nazardan qoldirmaslik muhim ahamiyatga ega. Masalan, vaqtning ma'lum davrlarida Rossiya fond indekslari NASDAQ indeksi bilan korrelyatsiyalanishi holatlari ham bo'lib turadi. Ammo buning munosabiti bilan RTS indeksidan voz kechish lozim degan ma'no kelib chiqmaydi. Shuning uchun indeksni aniq tanlash uchun uzoq vaqt mobaynidagi davrlarni (muddatlarni) taxlil qilish zarur.

Aytish joizki, ba'zi indekslar ma'lum vaqtlarda iste'molchilar tomonidan talab qilinadi yoki vaqtinchalik talab qilinmaydi. Bunday talab fond bozorining qaysi jihatlarini aks etuvchi indikatorlarga ma'lum vaqtda iste'molchilar tomonidan qiziqish bor yoki yo'qligiga bog'liq. Lekin o'ta rivojlangan fond bozorlarida barcha indekslarga hamisha talab mavjud, shuning uchun ham indekslarning turlari va soni haddan tashqari ko'p. Bunday holat har bir iste'molchiga o'zining talabi va maqsadlariga javob beruvchi indekslarni erkin ravishda topishi va foydalanishi imkoniyatini beradi.

Fond indekslariga oid boshqa materiallar 3-ilovada keltirilgan.

Savollar

1. Fond indeksi nima va u nima uchun kerak?
2. Fond indekslarining qanday turlarini bilasiz?
3. Fond indekslari qanday hisoblab topiladi?
4. Indekslar qanday korrelyatsiyalanadi?

Topshiriqlar

1. "Toshkent" RFB indeksini o'zgarish dinamikasini tahlil qiling.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

3.3. Moliya bozorining jahon amaliyotidagi modellari

Jahon amaliyotida moliya bozorining *anglo-sakson, kontinental («Reyn kapitalizmi»)*, *ularni gibridi, islom* modellarini ajratish mumkin. Bu modellarning barchasi ushbu kitobning I bobida keltirilgan moliya bozorining nazariy-konseptual modellariga asoslanadi. Ma'lumki, ular qaysi mamlakatga oid ekanligi, uni rivojlanganligi darajasi, undagi jamiyat tomonidan tanlangan ijtimoiy-iqtisodiy model va mavjud mentalitetga (tradisiyalarga) hamda ulardagi omillarning (ichki va tashqi) ta'siri qonuniyatlari va darajasi hamda boshqa belgilarga qarab farqlanadi. Lekin modellarning barchasi qaysi mamlakatda bo'lishidan qat'iy nazar o'zlarining iqtisodiyotdagi va globallashuv sharoitlaridagi roli va funktsiyalarini ma'lum darajada bajaradi. Masalan, industrial mamlakatlarda moliya bozorining asosan anglo-sakson va (yoki) kontinental modellari bo'yicha tuzilganini, ko'pchilik rivojlanayotgan mamlakatlarda esa gibrid yoki anglo-sakson yoki kontinental (germancha) modelni, musulmon davlatlarida – islom modelini ko'rish mumkin. Jumladan, o'tish iqtisodiyotiga mansub davlatlarda ko'proq gibrid modelni kuzatish mumkin, ammo ularning infratuzilmasi samaradorligi bo'yicha industrial mamlakatlar modellariga hozircha tenglasha olmaydi. Bunda aytish joizki, bu mamlakatlarda moliya bozorlarining shakllanish xususiyatlari ko'p jihatdan ulardagi ta'sir etuvchi omillarga⁴⁹ va mavjud rivojlanish sharoitlariga bog'liqligini kuzatish mumkin.

Umuman olganda har qanday mamlakatning moliya bozori modeli unda tashkil topgan mulkchilik tizimi tuzilmasi va ta'sir etuvchi fundamental omillar asosida shakllangan va rivojlanib boradi.

Hozirda mavjud modellarning ichida eng rivojlangan, hajmli va mukammali anglo-sakson modeli hisoblanadi.

Moliya bozori modellarini ikki guruhga ajratish mumkin:

1) moliyalashtirishning qarz usulini (qarz munosabatlarini o'zida mujassamlashtiruvchi moliyaviy instrumentlar yordamida) ulush kiritish usulidan (Aksiyadorlik kapitalini ifodalovchi qimmatli qog'ozlar) ustunligi bilan tavsiflanuvchi model (bunda yirik institutsional investorlar ustun);

⁴⁹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.-с 144-168; Шохъязмий Ш.Ш. Об одном подходе к классификации страновых моделей рынка ценных бумаг //Иqtisodiyet va ta'lim, T., №1, 2010-66.83-87.

2) moliyalashtirishning ulush kiritish usulini qarz usulidan ustunligi bilan tavsiflanuvchi model (bunda Aksiyalar bozori tarmoqiy tuzilmaga ega, chakana mayda investorlar ustun).

Moliya bozori modellarini nazariy jihatdan quyidagi belgilar negizida ajratish mumkin:

- mamlakat iqtisodiyoti modelini tuzilishi;
- mamlakat aholisining tradision ma'naviy boyliklari ukladi.

Har ikkala belgi asosida modellar tavsifini alohida ko'rib chiqamiz.

1. Mamlakat iqtisodiyoti modelini tuzilishiga asoslangan moliya bozori modellari

Markazlashgan (direktiv) iqtisodiyotga xos moliya bozori modeli. Direktiv iqtisodiyot pul oqimlari va xalqaro kapitallar bozorlariga integratsiyalashuvi nuqtai nazaridan yopiq hisoblanadi. Bunday iqtisodiyotning asosiy shiorlari markazlashtirishga qaratilgan bo'lib quyidagilarni anglatadi: «moliyaviy barqarorlashtirish», «pul resurslarini konvertatsiyalash», «spekulyasiyani yo'q qilish», «inqirozga yuz tutgan tarmoqlarni davlat tomonidan qo'llab-quvvatlash», «pul oqimlarini optimallashtirish», «yagona partiyaning hukmronligi va yo'lboshchiligi». Bulardan asosiy maqsad – davlatga tegishli «buyruqbozlik direktiv cho'qqilarni» kuchaytirishdan iborat. Natijada, markazlashgan iqtisodiyotda davlat mulki, markazlashgan tarzda xo'jalik qarorlarini qabul qilish, monobank tizimi hukmron bo'ladi. Monobank tizimida barcha pul resurslari va moliya-kredit munosabatlar davlatlash-tiriladi. Umuman olganda markazlashgan direktiv iqtisodiyotda erkin «moliya bozori» bo'lmaydi, chunki uni davlat uchun keragi bo'lmaydi. Lekin shunga qaramasdan davlatning nobozor obligatsiyalari (uzoq muddatli, belgilangan narxli, foizli, yutuqli) davlat harajatlari maqsadlarida muomalaga chiqarilgani bilan, obligatsiyalar bozori to'g'risida gapirish mumkin emas.

Iqtisodiy o'sish pul mablag'larini markazlashgan tarzda davlat manfaati uchun qayta taqsimlash, byudjet investitsiyalarini taqsimlash, rejali pul emissiyasi va inflyasiya evaziga belgilanadi. Barchasi davlatga tegishli bo'lgan iqtisodiyot sub'yektlarining ortiqcha pul mablag'lari byudjet xarajatlarini qoplashga yo'naltiriladi.

Fundamentalistik (diniy) iqtisodiyotga xos moliya bozori modeli. Bunday iqtisodiyotning yorqin namoyondasi Eron Islom Davlati hisoblanadi (shu tufayli u haqda gap yuritamiz). Bu davlat Islom dini ideologiyasiga asoslangan rivojlanishning alohida milliy yo'liga qaratilgan bo'lib, jahon bozori va industrial mamlakatlardan ajralgan holda moliya

bozori modelini shakllantirgan va rivojlantirib kelmoqda. Uning iqtisodiyoti yopiq hisoblanadi.

Bunday iqtisodiyotning moliya sohasida byudjet va Markaziy bankning roli gipertrofirlashgan, ustuvor tarmoqlarni dotatsion kreditlash va byudjet tomonidan moliyalashtirish hukmronlik qiladi, foiz stavklarini subsidiyalash, kredit resurslarini markazlashgan tarzda taqsimlash, muammoli aktivlar va inflyatsiyani o'sishi kabi holatlar hukmronlik qiladi. Natijada moliya bozori bank kreditlari tomonidan ezilib siqib chiqarilgan, unda mayda chakana investorlar yo'q. Umuman olganda moliya bozori infratuzilmasi rivojlanmagan, hududiy sektorlarga bo'lingan, kapitalizatsiya darajasi past, risklar darajasi baland, moliya-bank tizimi past darajada rivojlangan. Diniy e'tiqod va yopiq iqtisod bo'lganligi sababli obligatsiya, valyuta va derivativlar bozorlari yo'q. Aksiyalar bozorida hukumat agentlari hisoblangan institutsional investorlar yoki davlat banklari faoliyat yuritadi.

Liberal iqtisodiyotga xos moliya bozori modeli. Ma'lumki, liberal iqtisodiyot ijtimoiy va iqtisodiy hayotga davlatning cheklangan aralashuvi, bozor munosabatlari sohasini kengligi, davlat mulkini qisqarishi, bozorlarni raqobat uchun ochiqligi, bozor faoliyatiga turli cheklashlarni kamligi, narx-navo va foiz stavkalari ustidan administrativ nazoratni kuchsizligi, bojxona bojlarini pastligi, markazlashgan dotasiyalash sohasi va subsidiyalanadigan kreditlarni qisqarishi va h.k. bilan xarakterlanadi. Liberal iqtisodiyot moliya bozorining turli modelarida mavjud (anglo-sakson, germano-frantsuz, yapon, shved, fin, ispan va h.k.) bo'lib, ularda davlatning roli, mulkchilik tizimi tuzilmasi, real sektorni moliyalashtirish va hokazolar farqlanadi. Bunday sharoitlarda industrial mamlakatlarning moliya bozorlari ochiqligi, yuqori darajada rivojlanganligi, globalligi bilan xarakterlanadi. Rivojlanayotgan mamlakatlarning moliya bozorlari esa rivojlanishning tez sur'atlarga erishgan bo'lsalarda, rivojlangan mamlakatlarning bozorlariga ochiqligi va globalligi bo'yicha nisbatan pastroq pog'onada turadilar. Bunga sabab, rivojlanayotgan mamlakatlarning yuqorida ko'rsatilgan rivojlanish xususiyatlari va sharoitlaridir.

Ko'pukladli iqtisodiyotga xos moliya bozori modeli. Har qanday mamlakat iqtisodiyotida yuqorida keltirilgan modellarning elementlari (unsurlari) mavjud bo'lib, ular moliya bozorining roli va funktsiyalarini ma'lum darajada cheklashi yoki kengaytirishi mumkin. Masala shundaki, qanday model qaysi mamlakatda ustuvorlik qiladi.

Iqtisodiyotning ko'pukladliliği ayniqsa o'tish iqtisodiyotiga mansub mamlakatlarda (masalan, Markaziy va Sharqiy Evropa va MDH mamlakatlarida, Mo'g'iliston, Xitoy va jumladan O'zbekistonda) namoyon bo'lgan. Bu mamlakatlarning iqtisodiyotlari va moliya bozorlari modellarini o'tish davri sharoitlarida bir hil bo'lishi mumkin emasligi aniq. Iqtisodiy modellari eklektikdir. Bunga sabab, ularda o'tish davri bilan bog'liq ko'p muammolar hanuzgacha mavjudligi. Masalan, mulkchilik tuzilmasini shakllanishi, siyosiy va ideologik o'zgarishlarni nihoyasiga yetmaganligi, ichki bozorni ochilishida tashqi raqobatning kuchliligi, bozorni yuqori volatilligi va h.k. Unda dominantlar kam namoyon bo'lgan, proteksionizm va davlatning roli kuchli, direktivlilikdan ochiq bozor iqtisodiyotiga o'tish jarayoni ssiklik (davriy) xarakterga ega. Bu jarayonda fundamentalistik va shovinistik g'oyalarga og'ishlar, alohida milliy tus berilgan rivojlanish yo'lini targ'ibot qilish, alohidalik kabi risklar va holatlar mavjud bo'ladi. Iqtisodiyotning ko'pukladliliği moliya bozoriga keskin ta'sir ko'rsatadi.

Rivojlanayotgan va o'tish iqtisodiyotiga mansub mamlakatlarga xos moliya bozorining gibrid (aralash tuzilmati) modellari. Bunday modellarda asosan ko'pukladli iqtisodiyotga xos muammolar mavjud bo'ladi. Iqtisodchilar bu muammolarni paydo bo'lishini ushbu mamlakatlarda turlicha olib borilayotgan iqtisodiy islohotlar natijalari va ularga ta'sir etuvchi ko'pgina omillar bilan bog'laydilar. Muammolarning ichida sezilarlisi – Aksiyadorlik kapitalida mulkchilik tuzilmasini shakllanishi jarayoni hisoblanadi. Bu jarayonda Aksiyalarning katta paketi asosan davlat, xorijiy strategik investorlar, kompaniya mehnat jamoasi, affilior shaxslari va administrasiyasida mujassamlashib qoladi. Natijada kompaniyaning korporativ boshqaruv mexanizmi, investitsion va emission siyosatlarini samarasizlashadi, moliya bozorida esa ko'proq moliyalashtirishning qarzi usulini ulush kiritish usulidan ustunligi ustuvor xarakterga ega bo'ladi, aksiyalar bozori sust rivojlanadi.

Markaziy va Sharqiy Yevropa mamlakatlarining ko'pchiligida moliya bozori kontinental modelga moslashgan bo'lib, ularda asosan banklar katta rol o'ynaydi. Boshqalarida esa anglo-sakson va kontinental modellarning elementlari aralash mavjud.

Moliya bozorining aralash modelini 55-dan ortiq mamlakatda kuzatish mumkin: Isroil, Iordaniya, Xitoy, Koreya, Livan, Ummon, Tayvan, Namibiya, Bolgariya, Vengriya, Latviya, Litva, Polsha, Slovakiya, Sloveniya, Turkiya, Xorvatiya, Chexiya, Estoniya, sobiq

Yugoslaviya davlatlari, Boliviya, Kayman Orollari, Urugvay, Chili, Qozarbayjon, Armaniston, Belarussiya, Ukraina, Qozog'iston, O'zbekiston kabilar.

Horijiy banklarning sho'ba kompaniyalari ishtirok etuvchi aralash brokerlik bozorlarga 12 mamlakatni kiritish mumkin: Hindiston, Pokiston, Tailand, Filippin, JAR, Gretsiya, Ruminiya, Argentina, Braziliya, Venesuela, Meksika, Peru.

Horijiy banklarning sho'ba kompaniyalari ishtirok etmaydigan aralash brokerlik bozorlarga 15 mamlakatni kiritish mumkin: Quvayt, Baxreyn, Malayziya, Mongoliya, Shri-Lanka, Botsvana, Gana, Kipr, Makedoniya, Bermud Orollari, Kolumbiya, Salvador, Ekvador, Yamayka.

2. Mamlakat aholisining traditsiyalari va ma'naviy boyliklariga asoslangan moliya bozori modellari

Anglo-sakson traditsiyalariga asoslangan moliya bozori modellari. Anglo-sakson traditsiyalarida (yoki «protestan kapitalizmi» traditsiyalarida) tarbiyalangan moliya bozori qatnashchilari risklar va xatti-harakatlarga nisbatan pragmatik, iqtisodiy individualizm, davlatga va yirik kompaniyalarga nisbatan kamroq nazoratli bo'ladilar.

AQSh va Buyukbritaniya moliya bozorlar qatnashchilari esa Germaniya va Yaponiyadagilardan farqli konservativlik darajasi kamroq va risklarga ko'proq moyil. Bularning barchasi anglo-sakson modeli asosidagi moliya bozorlarini liberalligini, ochiqligini, faolligini, ammo inqirozlarga ta'sirchanligini belgilaydi.

Islom traditsiyasiga asoslangan moliya bozori modeli. Bu traditsiya islom moliyasi shaklida namoyon bo'ladi. Unda moliya bozori qatnashchilari tomonidan Islom dini ko'rsatmalariga va «harom» tushunchasiga rioya qilinadi. Islomiy moliya institutlari oldindan belgilangan foiz daromad olishlari va spekulativ operatsiyalar bajarishlari mumkin emas, ular faqat ulushlar va ijara asosida ishtirok etishlari, mulkni nasiyaga sotib olish va sotishi mumkin. Pul resurslarini jalb qilish uchun depozitlar o'rniga aksiyalar, investitsiya fondlari, foiz to'lovlari oldindan belgilanmagan jamg'arma va investitsiya sheklari (banklar bilan sheriklik asosida), foizli obligatsiyalar o'rniga diskonli obligatsiyalar qo'llanilad (diskontani ustama haq sifatida belgilab). Natijada Pokiston, Baxreyn, Quvayt, Indoneziya, Eron, Malayziya moliya bozorlarida obligatsiyalar (foizlisi «ribo», ya'ni «harom» hisoblanadi) va derivativlar (qimorga o'hshaganligi uchun) segmentlari mavjud emas. Pokistonda ustamali (muhrob) davlat obligatsiyalari

maxsus investitsiya fondlari ulushlariga konvertatsiyalantiriladi va ushbu fondlar orqali loyihaviy moliyalashtirishga asoslanib hukumat moliyalashtiriladi. Xalqaro statistikada qarz munosabatlarini mujassamlashtiruvchi qog'ozlar bo'yicha islom mamlakatlari keltirilmaydi.

Ko'pincha bozor instrumenti bo'lmagan «ulushli ishtirok qog'ozlari» (*participation paper*), «sheriklik qog'ozlari» (*partnership paper*) chiqarilib, ular bo'yicha investorlar mablag'larini konkret loyihalarga (uy-joy, yo'llar, kasalxonalar va shu kabilarga asoslangan) markaziy va mahalliy hokimiyatlar bilan birgalikda «Birgalikda moliyalashtirish» («Birgalikda ishtirok etish») asosida yo'naltiradilar. Bu esa Islom dini tomonidan ma'qullanadi va moliyalashtirishning «Islom» shakli deyiladi.

Moliya bozorini islomiyashtirish uni soddalashuviga, banklarning rolini oshishiga, yirik oilaviy investorlarni ko'payishiga, depressiv holatga tushishiga, ko'p sonli chakana va yirik horijiy investorlarning, derivativlar va foizli obligatsiyalar segmentlarini yo'qligiga olib keldi.

Yapon traditsiyalariga asoslangan moliya bozori modeli. Ushbu traditsiya quyidagilarda namoyon bo'ladi:

- insonlarni pog'onalikka intilishi, o'zidan yuqori pog'onada turgan shaxsga sodiqlik (davlat tuzilmasi yoki biznesda);

- bir kompaniyada o'troqlik (butun hayot mobayniga yollanish tizimi);

- vasiylikka muhtojlik;

- personal manfaatlarini aksiyadorlarnikidan yuqori qo'yish («korporatsiya-oila», sezilarli oshib boruvchi mehnat haqi va ijtimoiy to'lovlar tamoyili asosida);

- yaqqol kollektivizm, jamiyatga o'ta tobelik, o'zini moddiy cheklash («halol kambag'allik», ishga fidoiylik etikasi), Yaponiyani dunyodagi alohida missiyasini oshirish;

- anglo-sakson traditsiyasidan farqli, aholining yuqori darajadagi jamg'arma normasi.

Moliya bozorining Yapon modelini AQSh modelidan keyingi o'ringa qo'yish mumkin. Ularning ikkalasi islom moliya bozorlaridan ustun.

Germaniya traditsiyalariga asoslangan moliya bozori modeli. Diniy e'tiqodlarning farqliligiga qaramasdan, Germaniya va Yaponiya modellarining o'hshash taraflari mavjud. Sabab, bu mamlakatlarda aholining iqtisodiy qarashlari ko'p jihatdan mos kelishidir. Germaniya

halqi boshqalardan farqli bir muncha xususiyatlarga ega bo'lib, ularga quyidagilarni kiritish mumkin:

- praktisizm, ierarxiklik, o'ta mehnatkashlik, ijtimoiy himoyaga, risksizlilikka va jang'armaga moyillik. Anglo-sakson modelida esa mobillikka, ihtirochilikka, risklilikka, opportunizmga, agressivlikka, o'zgarishlarga moyillik ko'proq seziladi;

- kompaniya rahbariyati tomonidan personal manfaatlarini Aksiyadorlarnikidan yuqori qo'yilishi, kompaniya menejmentini Aksiyalar kursini va ular bo'yicha yuqori dividendlar to'lovlarini oshirishga yo'nalganligi. Bunda korporativ boshqaruvning germancha modelida ko'proq kompaniyaning manfaatlari Aksiyadorlarga xizmat ko'rsatishdan ustun qo'yilgan. Korporativ boshqaruvning anglo-sakson modelida esa korporatsiya va aksiyador tushunchalari, ularning manfaatlari va huquqlari bir biriga tenglashtirilgan.

Germaniya modelida aksiyalar bozori ustun emas, ko'proq qarz munosabatlarini mujassamlashtiruvchi belgilangan foizli qog'ozlar va sug'urta polislari aholini qiziqtiradi. Germaniya moliya bozorida banklarning o'rni traditsion hisoblanadi.

Yuqorida keltirilgan jahon amaliyotidagi moliya bozori modellari faoliyat samarasini 1-, 2- va 3-ilovalarda keltirilgan analitik ma'lumotlardan ko'rib, bir-birlari bilan miqdoriy solishtirish asosida ma'lum xulosalarga kelish mumkin.

Savollar

1. Moliya bozorining anglo-sakson modeli mazmuni nimadan iborat?
2. Moliya bozorining kontinental modeli mazmuni nimadan iborat?
3. Moliya bozorining aralash (gibrid) modeli mazmuni nimadan iborat?
4. Moliya bozorining islom modeli mazmuni nimadan iborat?
5. Moliya bozori modellarini qaysi belgilar bo'yicha tasniflash mumkin?

Topshiriqlar

1. Moliya bozori modellarini har bir tasnif belgisi bo'yicha tavsiflang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

3.4. O'zbekiston moliya bozorining modeli

O'zbekistonning moliya bozori mamlakatda jadal sur'atlarda keng ko'lamli va bosqichma-bosqich amalga oshiralayotgan islohotlarning mahsuli sifatida namoyon bo'lgan reallik hisoblanib, o'zining takomillashish va rivojlanish yo'liga ega. Uni rivojlanish qonuniyatlari va xususiyatlari o'tish davriga mansub bo'lgan O'zbekistonning tanlagan rivojlanishning «o'zbek modeliga» asoslangan. Hozirda har qanday o'tish iqtisodiyotiga mansub mamlakatlar singari O'zbekiston uchun asosiy muammolar – ishlab chiqarishni modernizatsiyalashtirish, investitsiyalarni jalb qilish va industrial o'sishni ta'minlashdir. Bu muammolarni yechishda milliy moliya bozorining roli va funksiyalari katta ahamiyatga ega. Chunki, jahon amaliyotidan ma'lumki, aynan moliya bozori milliy iqtisodiyotning halqaro miqyosda raqobatbardoshligi, havfsizligi va barqarorligini ta'minlash uchun investitsiyalarni jalb qilish, real sektorni modernizatsiyalashtirish, ishlab chiqarishda va umuman iqtisodiyotda o'sishni rag'batlantirish maqsadida moliyaviy resurslarni jalb qilishning samarali mexanizmidir.

Aytish joizki, moliya bozorining ochiqqligi, jalbdorligi, barqarorligi, umuman yuqori darajada tashkillashganligi va rivojlanganligi milliy iqtisodiyotning halqaro miqyosda raqobatbardoshligi va samaradorligini ifodalaydi. Barcha mamlakatlarning shunday xossalarga ega bo'lgan moliya bozorlari investitsiyalar maqsadida moliyaviy resurslarni qayta taqsimlash va savdo faolligini ta'minlash imkoniyatiga ega bo'lish uchun o'zaro raqobatlashadilar. Bunday raqobatda O'zbekiston moliya bozorining hozircha kichik bo'lsada ham o'ziga xos o'zni bor bo'lib, bosqichma-bosqich jahon moliya bozorlarini erishgan xossalari darajasi tomon takomillashib va rivojlanib bormoqda. Tabiiyki, ko'pchilik rivojlanayotgan (o'tish iqtisodiyotiga mansub) mamlakatlarning moliya bozorlari ham O'zbekiston singari investitsiyalar maqsadida moliya resurslari uchun kuchli raqobat sharoitlarini boshidan kechirmoqda.

O'zbekistonda moliya bozori modeli aralash (gibrid, qo'shma) modelga mansub bo'lib, o'zida anglo-sakson, kontinental va Yapon modellari elementlarini ma'lum darajada mujassamlashtirgan (3.3-paragrafqa qaralsin). Uning xususiyati shundaki, unda banklarning, moliya institutlarining (investitsiya institutlari, sug'urta tashkilotlari, fondlar), institutsional investorlarning, mayda chakana investorlarning alohida ustunligi kuzatilmaydi. Alohida segmentlarga (pul, valyutalar, korporativ va davlat qimmatli qog'ozlari, sug'urta instrumentlari, kredit

va banklarning boshqa instrumentlari bozorlariga) ega bo'lib, ular hozirda bir-biri bilan to'liq bog'liq emas va har biri turli vakolatli davlat organlar tomonidan alohida tartiblashtiriladi (muvofiqlashtiriladi va nazorat qilinadi). Bunday organlarga Markaziy bank, Moliya vazirligi, Davlat mulkini boshqarish Qo'mitasi huzuridagi qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini muvofiqlashtirish va nazorat qilish Markazi kiradi. Moliya bozorida antimonopol siyosatni ko'rsatib o'tilgan organlar bilan birgalikda monopoliyadan chiqarish, raqobatni rivojlantirish va tadbirkorlikni qo'llab-quvvatlash Davlat Qo'mitasi amalga oshiradi.

Hozirda O'zbekiston moliya bozorining infratuzilmasi ma'lum darajada shakllanganligi va unda turli moliyaviy instrumentlar mavjudligi, iqtisodiyotda muhim, lekin muammoli ahamiyatga ega ekanligi bilan ajralib turadi. Uning muammosi shundan iboratki, hozircha O'zbekiston uchun yuqorida keltirilgan muammolarni hal qilishda bozorning faolligi kam sezilmoqda. Bunga sabab, uning rivojlanishi hozircha 3.1-paragrafda keltirilgan indikatorlar mezonining ijobiy miqdoriy ko'rsatkichlariga to'liq erishmaganida deb baholanmoqda. Chunki moliya bozori qatnashchilarining faolligi sust, muomaladagi moliyaviy instrumentlarining turi kam, riskliligi va volatillik darajasi baland, kapitalizatsiyasi va likvidiligi past, hajmi kam, oboroti sekin, tartiblashtirish mexanizmi takomil emas va h.k. Bularning barchasi vaqtinchalik holat bo'lib, kelajakda boshqa rivojlanayotgan mamlakatlarning moliya bozorlari singari raqobatbardoshlik darajasiga erishishi muqarrar.

Hozirda moliya bozorining operatsion tuzilmasi yetarlicha shakllangan, yildan-yilga rivojlanib bormoqda.

Aksiyadorlik jamiyatlarida, ko'pchilik rivojlanayotgan mamlakatlardagi singari, Aksiyalarning katta paketlari egalari tashkil etgan, natijada anglo-sakson modelidan, ya'ni «*shareholder capitalism*» (aksiyadorlar kapitalizmi), farqli «*stakeholder capitalism*» («nazorat paket egalari») kapitalizmi) holati yuzaga kelgan. Ularda korporativ boshqaruv mexanizmi germancha (ikki pog'onali, insayderlar) modelga asoslangan. Kompaniyalar va banklarda emission, foizli daromadlar va investitsion siyosatlarida nomutanosibliklarni kuzatish mumkin. Banklar, kompaniyalar va sug'urta tashkilotlarining rivojlanish darajasi qoniqarli va barqaror emas, risklilik darajasi yuqori.

Qimmatli qog'ozlar bozorida hozircha muddatli instrumentlar (derivativlar), munitsipal, ipoteka va boshqa turdagi tijorat qog'ozlari (jumladan veksellar) segmentlari shakllanmagan. Davlat qimmatli

qog'ozlari muomalasi Respublika Valyuta birjasida amalga oshiriladi. Valyuta va banklararo kredit bozorlari banklar sektorida faoliyat ko'rsatadi.

Qimmatli qog'ozlar bozori hajmining YaIMga nisbati (kapitalizatsiya sur'ati) kichik bo'lib (1 foizga yaqin), uning darajasi yalpi ichki investitsiyalar hajmidan ancha kam (tahminan 15-17 barobarga). Real sektorning pul resurslariga bo'lgan talabi asosiy kapitalga qilingan ichki investitsiyalar hisobiga qondirilmoqda. Aksiyalar bo'yicha dividendlar foizi va obligatsiyalar bo'yicha foiz stavkasi yildan-yilga pasayish tendentsiyasiga ega. Aksiyalarning birlamchi va ikkilamchi bozorlarining nisbati tahminan bir-biriga yaqin. Aksiyalar va obligatsiyalarning ikkilamchi bozorlari spekulyativ xarakterga ega emas. Spekulyativ portfel investorlar shakllanmagan bo'lib, asosan strategik portfel investorlar mavjud.

Aytish mumkinki, o'rta va uzoq muddatda O'zbekiston moliya bozorining keskin rivojlanishini bashorat qilsa bo'ladi. Buning uchun unda barcha imkoniyatlar mavjud.

Savollar

1. O'zbekiston moliya bozorining qanday muammolarini bilasiz?
2. Milliy moliya bozori holati qanday tavsiflanadi?
3. O'zbekiston moliya bozori qaysi modelga mansub?
4. O'zbekiston moliya bozorining qanday segmentlarini bilasiz?
5. O'zbekiston moliya bozorining qanday xususiyatlarini bilasiz?
6. O'zbekiston moliya bozorining qanday instrumentlarini bilasiz?

Topshiriqlar

1. O'zbekiston moliya bozorini mavjud statistik ma'lumotlar asosida tahlil qiling.
2. O'zbekiston moliya bozori modelini rivojlanayotgan mamlakatlar moliya bozorlari modellari bilan solishtiring.
3. O'zbekiston moliya bozorini boshqa mamlakatlar moliya bozorlaridan farqli taraflarini izohlang.
4. O'zbekiston moliya bozori segmentlari hajmini tahlil qiling.
5. O'zbekiston moliya bozori rivojlanishini bashorat qiling.
6. Terminlar lug'atini tuzing.

3.5. Sek'yuritizatsiya bozorining modellari va xususiyatlari

Aktivlar sek'yuritizatsiyasi – bu moliyalashtirishning innovatsion texnikasi bo'lib, unda: korxonalar (kompaniya) yoki banklarning balansidan diversifikatsiyalashgan moliyaviy aktivlar to'plamini hisobdan chiqariladi; maxsus tashkil etilgan moliyaviy institutga aktivlar beriladi, bunda ushbu aktivlar kompaniya yoki banklar balansidan bo'lak (huquqiy mustaqil) bo'ladi; ushbu institut qabul qilgan aktivlarni xalqaro kapitallar yoki pul bozorida qimmatli qog'ozlar chiqarish yo'li bilan qayta moliyalashtiradi. Umuman olganda sek'yuritizatsiya – bu aktivlarning qarz munosabatlarini o'zida mujassamlashtiruvchi qimmatli qo'zlar bilan transferi va transformatsiyasi jarayoni.

Sek'yuritizatsiya bozori – bu aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlarning talab va taklif funksiyasini amalga oshirilishi bilan bog'liq munosabatlar mexanizmi.

Zamonaviy ipoteka, uning qimmatli qog'ozlari va sek'yuritizatsiya instrumentlari o'ziga xosligi bilan iqtisodiyotda alohida o'ringa ega bo'lganligi sababli, jahon amaliyotidagi ipoteka shakllari va ipoteka qimmatli qog'ozlari bozorlarining rivojlanishi modellarini tasniflash asosida solishtirma o'rganish O'zbekiston uchun foydali xulosalar, tavsiya va takliflar ishlab chiqishda muhim ahamiyatga ega. Zero tasniflash ular haqidagi tushunchalarning mazmuni va ularning turlari xususiyatlarini, ularning xossa va xususiyatlarini, ijobiy va salbiy jihatlari hamda ular bilan bog'liq munosabatlar, tendentsiyalar, qonuniyatlar va muammolarni iqtisodiyot bilan bog'liqlikda chuqurroq ochib berishga va tushunishga xizmat qiladi.

Jahon amaliyotidagi ipoteka bozorlari (ulardagi shakllar, usullar va mahsulotlarning moliya injiniringi mahsulotlari ekanligini xisobga olgan holda⁵⁰) tashqi va ichki omillarning (1.4-paragrafqa qaralsin) ta'siri qonuniyatlari va darajasi hamda boshqa belgilarga qarab farqlanishi mumkin.

Jahon amaliyotidagi ipoteka munosabatlarini ikki shaklga ajratish mumkin: ipotekani to'g'ridan-to'g'ri moliyalashtirish; ipotekani qayta moliyalashtirish. Birinchi shakl dunyoning barcha mamlakatlarida ma'lum darajada qo'llanilayotgan bo'lib, bunda ipotekani kredit asosida moliyalashtirish uchta usulda amalga oshiriladi:

⁵⁰ Шохтаъзизий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.; Тизимли молия инжиниринги.-Т.: Fan va texnologiya, 2012.- 796 б. Izoh: ushbu paragrafdagi materiallar Sattarov B.K., Abdurahimova D.K. va Abdurahimov N.K. yordamida ularning ishlariga asosan yozilgan.

- 1) bank tomonidan ipotekani to'liq kreditlash (ssudalash);
- 2) bo'lajak qarzdorlarning jamg'armalari asosida (kredit resurslarini o'zaro yordam kassasi tamoyili negizida) kreditlash;
- 3) ochiq (erkin kredit bozori narxida) ipoteka kreditini berish asosida moliyalashtirish.

Bu usullarga garovga olish yoki kafolat berish xos bo'lsada, lekin ular bir-biridan bank tomonidan ipoteka kreditlari berish jarayonida kredit resurslari portfelini shakllantirish tamoyillari va talablari bilan farqlanadi. Ammo, birinchi va ikkinchi usulning har birida ham ipotekani moliyalashtirish bo'yicha davlatning bir-biri bilan bog'liq qonunchilik, aholini uy-joy bilan ta'minlash va soliq siyosatlari muhim rol o'ynaydi.

Birinchi usul banklar uchun kreditlashning alohida turi hisoblanib, u davlatning uy-joy ipotekasini maxsus imtiyozli qo'llab-quvvatlash mexanizmi asosida taraflar (bank va uning bo'lajak qarzdori bo'lmish mijosi) kelishuvi (uy-joy qurish yoki sotib olish krediti shartnomasi) bilan amalga oshiriladi.

Ikkinchi usul bo'yicha qarzdor o'zining bo'sh pul mablag'larini uy-joy jamg'armasi to'g'risidagi shartnomasi asosida maxsus hisob-raqamida o'sib boruvchi jamg'arma fondiga to'lab borgan bo'lsagina (odatda qoidaga ko'ra kredit berilgunga qadar bo'lajak qarzdorning jamg'arma fondidagi jamlagan pul mablag'lari summasi u tomonidan talab qilinayotga kredit summasining 30-50 foiz miqdorigacha yetganda) kredit olish huquqiga ega bo'ladi. Bunda ipotekani moliyalashtirish manbai sifatida uy-joy jamg'arma shartnomasi asosida jamg'arma fondiga jalb qilingan mablag' va u bilan bog'liq bank krediti hamda davlat dotasiyalaridan foydalaniladi.

Ushbu usulda kredit va jamg'armalar uchun foiz stavkalari birinchi usulnikidan odatda pastroq va undan butun foydalanish davrida qat'iy belgilanadi. Lekin har ikkala usul davlat siyosatining ta'sirida amalga oshiriladi. Bunda ikkinchi usul quyidagi xususiyatlarga ega⁵¹:

- jamg'arib borish davridayoq qarzdor o'z imkoniyatlarini baholab, «kredit intizomiga» ko'nikib boradi;

- banklar ham o'z navbatida jamg'arish jarayonida bo'lajak qarzdorning to'lov qobiliyatini baholab borish imkoniyatiga ega bo'ladi;

⁵¹ Холмахмадов Э.А. Ипотека кредити: хориж тажрибаси Ўзбекистон амалиётида // Материалы международной научно-практической конференции «Ипотечное кредитование: международный опыт, проблемы и перспективы развития». - Т.: Молия, 2006. - 6.56-58.

- jamg'armalarni jalb qilish orqali ularda ipoteka kreditlarini berishning qo'shimcha manbalari kengayib boradi.

Uchinchi usulda – ochiq (erkin kredit bozori narxida) ipoteka kreditini berish asosida moliyalashtirish – banklar tomonidan mijozlarning kreditga bo'lgan yalpi talablari to'liq qondiriladi. Bunda bank kreditlari uning o'z kapitali, mijozlarning depozitlaridagi va banklararo kreditlar xisobidan berilishi mumkin bo'lib, ipoteka kreditlari bo'yicha foizlar bevosita mamlakatdagi kredit va uy-joy bozorlarining umumiy holatiga bog'liq bo'ladi. Ushbu holat aytilgan bozorlardagi barqaror va beqaror davrlarda banklar faoliyati va ko'lamlariga sezilarli ta'sir ko'rsatadi.

Ipotekaning birinchi va ikkinchi usullari umumiy kredit va fond bozori hajmi va kon'yunkturasiga bog'liq bo'lmasada, lekin unda jamg'arma va kredit hajmiga uy-joy bozori ta'sir ko'rsatadi. Uchinchi usul esa kredit va uy-joy bozorlari hajmi va kon'yunkturasiga bog'liq bo'lib, bank riskini bir muncha oshiradi.

Ipotekani qayta moliyalashtirish shakli uchta usuldan iborat:

- birinchi shaklning uchinchi usuli doirasida berilgan ipoteka kreditining tezda qaytuvchanligi va likvidligini ta'minlash maqsadida banklar o'zlarining garov qog'ozlarini ikkilamchi kredit bozorida erkin muomalasini amalga oshirish maqsadida ipoteka kreditlari ikkilamchi bozori operatorlariga (ya'ni agentliklari yoki boshqa operatorlarga) sotish yo'li bilan ipotekani qayta moliyalashtirish;

- ipoteka banki yoki maxsus tashkil etilgan moliya-qurilish kompaniyalari tomonidan emissiyalanmaydigan ishtirok etish ipoteka sertifikatlarini va emissiyalanuvchi uy-joy sertifikatlari (yoki ipoteka obligatsiyalari)ni chiqarish asosida ipotekani qayta moliyalashtirish;

- garov qog'ozlari yordamida ipoteka bilan ta'minlangan obligatsiyalar chiqarishga asoslangan ipoteka sek'yuritizatsiyasi (mortgage-backed securities – MBS yoki pfandbrief) yordamida ipotekani qayta moliyalashtirish.

Ipotekani qayta moliyalashtirishning birinchi usuli xususiyatlari birinchi shaklning uchinchi usulini mazmun-mohiyatiga, banklar garov qog'ozlarining bozor bahosi, hajmi, riski va foiz stavkalariga (jumladan ushbu qog'ozlarning asosi hisoblangan bank tomonidan berilgan ipoteka kreditlarining ham) hamda ipoteka kreditlari ikkilamchi bozori operatorlarining bozor talablari va portfel risklariga bog'liq bo'ladi.

Ipotekani qayta moliyalashtirishning ikkinchi usulining tartib-qoida va xususiyatlari ishtirok etish ipoteka sertifikatlari va uy-joy

obligatsiyalarining mazmuni va har bir davlatning uy-joy siyosatidan kelib chiqadi. Bunda ushbu sertifikatlarining bozor narxi va ular bo'yicha beriladigan imtiyozli kreditlarning hajmi va foiz stavkasi (past bo'lishiga qaramay) uy-joyning bozor narxiga bog'langan holda shakllanadi.

Ipotekani qayta moliyalashtirishning uchinchi usulining tartib-qoida va xususiyatlari ipoteka obligatsiyalari va sek'yuritizatsiya bozorining mazmun-mohiyati hamda har bir mamlakatdagi davlatning uy-joy siyosatidan kelib chiqadi. Bunda ixtisoslashgan bank yoki davlatning maxsus operatorlari tomonidan erkin muomalaga chiqariladigan ipoteka obligatsiyalarining bozor narxi va riski, ularning asosi bo'lgan garov qog'ozlari va ular bo'yicha beriladigan imtiyozli kreditlarning hajmi, riski va foiz stavkasi (past bo'lishiga qaramay) uy-joyning bozor narxiga hamda ushbu obligatsiyalar investorlarining bozor talablari va risklariga, qimmatli qog'ozlar bozori holati va unda ularning psixologik xulq-atvoriga bog'liq bo'ladi.

Aytish joizki, sek'yuritizatsiya va ipoteka kreditlari ikkilamchi bozorlari o'zlarining tabiatiga ko'ra bir-biridan farqlangani bilan pirovard natijada bir xil natijaga olib keladi.

Yuqorida keltirilgan shakllar tahlili asosida jahondagi mavjud ipoteka bozorlarini⁵² shartli ravishda asosan quyidagi ikkita – bir pog'onali⁵³ va ikki pog'onali⁵⁴ – modelga ajratish mumkin. Shu o'rinda ba'zi mamlakatlarda qo'llanilayotgan qo'shma – ya'ni har ikkala modelni ma'lum darajada qo'llashga asoslangan ularning xossa va imkoniyatlaridan birdek foydalanishga yo'naltirilgan – modelni⁵⁵ ham shartli ravishda ajratish mumkin. Bunda aytish joizki, bir pog'onali modelda birinchi va ikkinchi shaklning usullari qo'llanilib, sek'yuritizatsiya ixtisoslashgan bank tomonidan amalga oshiriladi. Ikki pog'onali modelda ham har ikki shakl qo'llanilib, sek'yuritizatsiya davlat yoki nodavlat maxsus operatorlar (agentliklar yoki kompaniyalar) tomonidan amalga oshiriladi.⁵⁶

⁵² Jumladan ipoteka bilan bog'liq ipoteka qimmatli qog'ozlari va sek'yuritizatsiya bozorlarini ham.

⁵³ Birinchi model asosan yevropada – Germaniya, Daniya, Fransiya, Shvetsiya, Norvegiya, Finlyandiya, Ispaniya, Avstriya, Niderlandiya, Shveysariya, Polsha, Chexiya, Vengriya, Slovakiya, Sloveniya, Ruminiya, Bolgariya, Turkiya va shu kabi bosliq kontinental mamlakatlarda hamda Isroilda – qo'llaniladi. Past darajada rivojlanayotgan mamlakatlarda esa birinchi shaklning asosan birinchi ikki usuli qo'llaniladi.

⁵⁴ Ikkinchi model asosan anglo-amerika davlatlarida – AQSh, Buyuk britaniya, Kanada, Avstraliya, Xitoy, Tailand, Yangi Zelandiya, Lotin Amerikasi va Afrika mamlakatlari, Hindiston, Rossiya, Ukraina va shu kabi mamlakatlarda – qo'llaniladi.

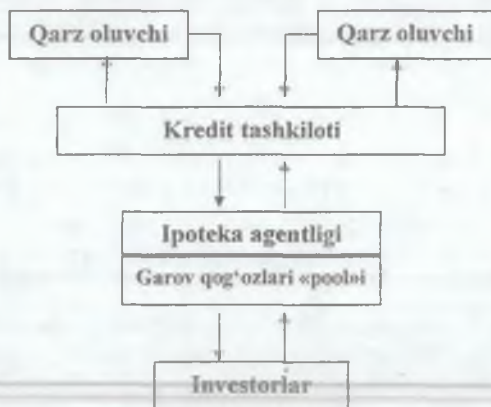
⁵⁵ Uchinchi, ya'ni qo'shma model ayrim davlatlarda, masalan, Yaponiya, Qozog'istonda qo'llaniladi.

⁵⁶ Ushbu ikki pog'onali modelni keng qo'llash ipoteka bozorining rivojlangan infratuzilmasi bo'lishini, davlat tomonidan ma'lum darajada qo'llab quvvatlanishini talab qiladi. Bu model moliya va kredit bozorlaridagi holatga bog'liq bo'lib, shuning uchun bu usuldan iqtisodiyoti juda barqaror bo'lgan mamlakatlarda, ayniqsa AQShda keng qo'llaniladi. Shu sababli, kengaytirilgan ochiq model «ipotekaning amerikacha modeli» deb ham ataladi.

Ipoteka va u bilan bog'liq ipoteka qimmatli qog'ozlari va sek'yurizatsiya bozorlarining jahon amaliyoti O'zbekiston uchun muhim ahamiyatga ega bo'lganligi sababli, ushbu modellarning mazmun-mohiyatini, ularning har birining xususiyatlarini hamda ular bilan bog'liq tendentsiyalarni tahliliy ko'rib chiqish maqsadga muvofiq.

1. Ipotekaning ikki pog'onali amerikacha modeli.

Ipotekaning ikki pog'onali modeli (3.5.1-rasm) ipoteka ssudalarining ikkilamchi bozorini tashkil qiladigan samarali moliyaviy texnologiyalar va kuchli moliyaviy oqimlarga ega bo'lgan uy-joy qurilishini investitsiyalashga qaratilgan bo'lib, bunda uy-joy uchun ssuda masalalari bo'yicha AQSh banklarining Federal kengashi muhim ahamiyatga ega (uning faoliyati likvidli bank vositalari manbaini shakllantirishga yo'naltirilgan⁵⁷).⁵⁸



3.5.1-rasm. Ipotekaning ikki pog'onali amerikacha modelining tashkiliy sxemasi

Ushbu model birinchi shakl usullari asosida birlamchi bozorda berilgan ipoteka kreditlari ikkinchi shaklning birinchi usuli bo'yicha garov qog'ozlariga aylantirilib, ularning ikkilamchi kredit bozorida erkin muomalasini amalga oshirish maqsadida ipoteka kreditlari ikkilamchi bozorining maxsus (asosan davlat tomonidan) tuzilgan operatorlarga

⁵⁷ Ilgari banklar birinchi shaklning uchinchi usulini qo'llar edi.

⁵⁸ Ushbu model asosan anglo-amerika huquqchilik tizimi mamlakatlarida qo'llaniladi.

(ya'ni agentliklarga – kondiutga yoki vositachilarga)⁵⁹ sotish yo'li bilan ipoteka qayta moliyalashtiriladi.

Agentlik resurslarni qayta taqsimlanishida va ipoteka bitimlarida bir xillikka (standartlilikka)⁶⁰ erishilishida, ipoteka kreditlarining likvidligini oshirilishida va risklarni qayta taqsimlanilishida muhim (asosiy) rol o'ynaydi. Vositachi vazifasini odatda yirik ipoteka banklari yoki ixtisoslashgan kredit tashkilotlari bajaradi. Bunda ipoteka krediti bank balansidan kondiut balansiga o'tadi. Kondiut sotib olingan kreditlar (garov qog'ozlar)ni risk darajasiga ko'ra uch toifali sifatga (AAA – eng yuqori reyting, o'rta reytingli va past reytingli) ajratilgan «pool» (to'plam)larga birlashtirib, ularga ipoteka obligatsiyalarini (mortgage backed securities – MBS)⁶¹ chiqaradi va investorlarga ipoteka ta'minoti asosida sotadi. Kondiut investorga ipoteka obligatsiyalari bo'yicha asosiy qarz va unga hisoblangan foizlar to'lovlarini o'z vaqtida to'lash kafolatini beradi, ya'ni kredit riski bo'yicha sug'urta taqdim etadi. Bunda kreditor berilgan ipoteka ssudalarini vositachiga sotishdan quyidagi imkoniyatlarga ega bo'ladi: uzoq muddatli kreditlarni balansdan chiqarish hisobiga likvidlikni oshirish; risklarni pasaytirish; kredit operatsiyalari hajmini oshirish va kreditlarga xizmat ko'rsatish huquqini o'zida saqlab qolgan holda daromad olish. Vositachi esa xarid

⁵⁹ Masalan, AQShda vositachilar sifatida Federal ipoteka assotsiatsiyasi (Federal Home Loan Mortgage Association) – «Fanni Mey», Davlat milliy ipoteka assotsiatsiyasi (Government National Mortgage Association) – garov xatli «pool» bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar bo'yicha davlat kafolatlari taqdim etishga ixtisoslashgan «Djinni Mey», ipoteka kreditlari Federal korporatsiyasi (Federal Home Loan Mortgage Corporation) – «Freddi Mak» faoliyat yuritadi. Bulardan tashqari garov xati asosidagi qimmatli qog'ozlarni yirik xususiy tashkilotlar ham chiqarmoqda, xususan: Bank of America; «Meggi Mey» (Mortgage guaranty insurance corporation) ipoteka sug'urta kompaniyasi; «Farme Mak» ipoteka kreditlari davlat fermerlik korporatsiyasi; ipoteka kreditlariga ko'maklashi Korporatsiyasi (Home mortgage access corporation); «Salomon RFS» korporatsiyasi; «Djeneral elektrik kredit» korporatsiyasi; Home Saving ssuda - jam'arma assotsiatsiyasi va b.

⁶⁰ Masalan, 1934 yil tashkil etilgan Federal uy-joy ma'muriyati (Federal Housing Administration) ipoteka ssudalari taqdim etish shartlarini standartlashtirdi: kredit miqdorining garovga qo'yilgan mulkning bozor qiymatiga nisbati (loan-to-value ratio, LTV) 80%dan oshmasligi lozim; qarz oluvchining o'z mablag'lari hisobiga ko'chmas mulkni qisman to'lash sifatida boshlang'ich majburiy badali (downpayment); garovga oid o'rtacha oylik to'lovlarning qarz oluvchining o'rtacha oylik ish haqiga nisbati (payment-to-income ratio, PTI) 36%dan ortiq emas. Odatda 28%; kredit hajmi – 200 ming dollardan ortiq emas. Ta'kidlash joizki, oxirgi yillarda ssudalar limiti oshirilmoqda: 2000 yil 252 ming doll., 2001 yil 275 ming doll., 2002 yil 300 ming doll., 2003 yil 322 ming doll.gacha, LTV esa qator holatlarda 95%ga yetadi. Standartlarning qo'llanishi nafaqat kredit risklarini, balki ipoteka qimmatli qog'ozlari bo'yicha risklarni ham sezilarli darajada pasaytiradi. Shu sababli aynan ipoteka kreditlarini standartlashtirish ipoteka obligatsiyalari likvidli bozorini rivojlantirishda dastlabki qadam bo'ldi. Haqiqatan ham, agar turli kreditlar bir xil sifatda bo'ladigan bo'lsa, kelgusida ikkilanmchi bozor operatorining garovga oid «publik» shakllantirish va ularning asosida qimmatli qog'ozlar chiqarish bo'yicha ishlari ancha yengillashadi. Belgilangan standartlarga mos keladigan kreditlar standart, yoki «moslashadigan» kreditlar (conforming loan) deb ataladi, ular moliya bozori qatnashchilari tomonidan erkin sotiladi va sotib olinadi. Kredit muddati, qoidaga ko'ra, yillik 7-8% stavkada 15-30 yilni tashkil qiladi, bunda standart ssudalar sug'urtalanmaydi va davlat institutlari tomonidan kafolatlanmaydi. «Moslashmaydigan» (non conforming loan), ya'ni miqdori, qarz mablag'lari ulushi, muddati, ko'chmas mulk turi va h.k. bo'yicha mos kelmaydigan ssudalar qo'shimcha kafolat va sug'urtalashni talab qiladi, bunday ssudalar yuqori risklar bilan tavsiflanadi, demak ular qimmatroq va likvidligi pastroq hisoblanadi. Bunday ssudalarni sug'urtalash bilan FHA shug'ullanadi.

⁶¹ MBS hujjatsiz shaklda chiqariladi, standart nominali - 1000 AQSh doll.

qilingan kreditlar «pool»i (to'plami) asosida o'zining ipoteka obligasiyalarini chiqarar va ularni ichki va tashqi bozorlarda joylashtirar ekan, bu kreditlar bo'yicha talab qilish huquqini yakuniy investorlarga – birinchi navbatda, pensiya fondlari va hayotni sug'urtalash bo'yicha kompaniyalarga beradi, chunki uzoq muddatli resurslar aynan ularning tasarrufida bo'ladi.

Ushbu modelda davlat va uning nomidan agentliklar bosh kafolatchi vazifasini bajarganliklari, unda risklar model ishtirokchilari o'rtasida taqsimlanganligi, natijada ipoteka kreditlari va obligatsiyalarining likvidlilik darajasi yuqori bo'lganligi sababli, sek'yuritizatsiya bozorida faqat AQShning Federal agentliklarining muomalaga chiqargan ipoteka obligatsiyalari bo'yicha asosiy qarzining qoldig'i 1980 yilda 111,0 mlrd. AQSh dollarini tashkil etgan bo'lsa, 2007 yilga kelib bu ko'rsatkich 3681,0 mlrd. AQSh dollaridan oshdi (ya'ni 33 barobar ortiq).⁶² Shu o'rinda amerikacha modelga asoslangan ipoteka bozori faoliyat yuritishi mexanizmining samarali faoliyat yuritishida quyidagi asosiy omillarni ajratib ko'rsatish mumkin.

Birinchi navbatda, bu ipoteka kreditlarini standartash va sug'urta jarayonlari mavjudligi bo'lib, bu bozor ishtirokchilarining risklarini pasaytirishga xizmat qiladi.

Ikkinchidan, o'ziga xos maqomga ega bo'lgan va davlat tomonidan qo'llab-quvvatlanadigan ipoteka agentliklarini o'z ichiga oladigan rivojlangan bozor infratuzilmasi mavjudligi.

Uchinchidan, qayta moliyalashtirish, ya'ni ipoteka maqsadlarida resurslar jalb qilish uchun foydalaniladigan keng doiradagi moliyaviy vositalarni sotishga imkon beradigan fond bozorining rivojlanganligi.

Bunda MBS turidagi qimmatli qog'ozlar investor uchun jalbdor hisoblanadi va u quyidagi sabablarga ko'ra keng ommalashgan: to'lovlar o'tkazish tezligi – 25 kun; ishonchlilik darajasi yuqoriligi (agentliklar asosiy qarz miqdori va foiz to'lovlarining aniq belgilangan muddatda kelib tushishini kafolatlaydi) va bunda «AAA» kredit reytingi Standard & Poor's (jumladan Fich va Moody's Investors Service) baholariga ko'ra MBS asosini faqat «sifatli» garov hujjatlari tashkil qiladi; taqdim etiladigan vositalar doirasining kengligi.

Amerika modelining o'ziga xos kamchilik va ijobiy taraflarini 3.5.1-jadvalda keltirilganidek ajratish mumkin.

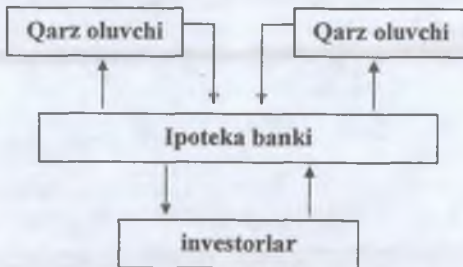
⁶² Рынок ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами/ Под ред. Лакхира Хейра; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 497 с.

Ikki pog'onali model sxemasining kamchiliklari va ijobiy taraflari

Kamchiliklar	Ijobiy taraflar
1. Sxema tuzilmasining murakkabligi; 2. Boshqa fuqarolik-huquqiy sharoitlarga to'g'ridan-to'g'ri integrallashuvi mumkin emasligi; 3. Mazmunining qimmatligi qarz oluvchiga kredit mablag'lari bahosini oshishiga olib keladi; 4. Ssuda kapitali bozori tebranishlari va iqtisodiy holatga o'ta bog'liqligi; 5. Majburiyatlarni bajarish bo'yicha ipoteka bozori ishtirokchilarining o'zaro kuchli bog'liqligi.	1. Ipotekani kreditlash bo'yicha operatsiyalarni moliyalashtirish manbalarining kengligi; 2. Kreditorlar (jumladan ipoteka obligatsiyalari egalari bo'lmish investorlar) o'rtasida risklarni qayta taqsimlanishi; 3. Resurslarning mintaqa va hududlar hamda iqtisodiyot sektorlari o'rtasida qayta taqsimlanishi mumkinligi.

2. Ipotekani kreditlashning bir pog'onali modeli.

Bir pog'onali model (3.5.2-rasm) asosan G'arbiy Yevropa mamlakatlariga xos bo'lib, o'zi ichiga mumtoz (kontinental) va ssudajamg'arma muassasalari usullarini (ya'ni birinchi va ikkinchi shakllarning usullarini) oladi.⁶³



3.5.2-rasm. Ipotekaning bir pog'onali Yevropacha (kontinental) modelning tashkiliy sxemasi

Ushbu model o'z ichiga ko'plab investision texnologiyalarni kiritib, mazmunan quyidagicha ifodalanadi: ipoteka kreditini bergan

⁶³ Biroq adabiyotlarda boshqa nuqtai nazarni ham uchratish mumkin bo'lib, unga muvofiq bir pog'onali sxema bu - uning asosida qarz oluvchi va kreditorning o'zaro munosabatlari yotadigan har qanday moliya-kredit sxemasi, demak, qurilish-jamg'arma kassallari bo'lib, ular Germaniyada ipoteka kreditlari bo'yicha barcha operatsiyalarning uchdan ikki qismini amalga oshiradi.

bankning (kredit tashkilotining) o'zi mustaqil ravishda ipoteka kreditlarini obligasiya (pfandbrief)lar – garov qog'oz (varaqlari – chiqarish yo'li bilan qayta moliyalashtiradi. Investorlar sifatida boshqa kredit va moliya muassasalari, sug'urta tashkilotlari, pensiya fondlari, aholi faoliyat yuritishi mumkin. Ipoteka obligasiyalari ichki va tashqi bozorlarda muomalada bo'lib, yetakchi birjalarda sotiladi.

Qurilish-jamg'arma modelining o'ziga xos xususiyati shundaki, ipoteka kreditlari uchun arzon mablag'lar manbai bo'lib maxsus maqsadli depozitlar xizmat qiladi. Qurilish-jamg'arma kassasi (Bauschparkasse) mijoz bilan jamg'arma-kredit bitimi tuzadi, unga ko'ra mijoz belgilangan vaqt davomida (qoidaga ko'ra, 5 yil atrofida) hajmi o'rtacha oylik stavkadan (2,5-4,5%) ancha past bo'lgan foiz ostida maqsadli depozitda tartibga solinadigan badallar hisobiga belgilangan summani (odatda kvartira xarid qilish uchun kerakli mablag'ning yarmini) to'plash majburiyatini zimmasiga oladi. Bunda mijozning kredit tarixi shakllantiriladi, uning asosida kredit muassasasi mijozning to'lov layoqatini va kelajakda kredit bo'yicha to'lovlarni amalga oshirishga tayyorligini baholashi mumkin. Jamg'arish muddati yakunlangach, mijoz to'plangan mablag'larni va uy-joy qiymatining ikkinchi yarmi uchun o'rtacha bozor kredit stavkasidan (4,5dan 8,5%gacha) stavkada kredit (10-15 yilga) oladi. Ushbu sxemaning mustaqilligi va yopiqligi (maqsadli depozitlardagi mablag'lar jamg'arish muddati tugagan shaxslarga kredit berish uchun foydalaniladi) foiz stavkasining o'zgarish riskini bartaraf etishga imkon beradi, moliyalashtirishning boshqa shakllari esa kapital bozorida mavjud sharoitlarga bog'liq.⁶⁴ Biroq bu sxema ba'zi salbiy taraflarga ham ega, xususan: kreditlash muddati kichik (10 yil), jamg'armalar majburiy davri (bu vaqt ichida qarz oluvchi ko'chmas mulk xarid qila olmaydi), maqsadli omonatga hisoblanadigan foizlar pastligi, kredit olishda qarz oluvchilarning navbatda turishi va h.k.

Kontinental modelning asosini faoliyati qat'iy chegaralangan ipoteka banklari (Hypothekenbanken)⁶⁵ tashkil qiladi. Mulkchilik shakliga qarab ipoteka banklari ikki turga taqsimlanadi – davlat va xususiy ipoteka banklari, o'z navbatida, ular ham yirik moliyaviy

⁶⁴ Bunda qurilish-jamg'arma kassalari faoliyati davlat tomonidan qat'iy tartibga solinadi va nazorat qilinadi hamda qatnashchilarning manfaatlari himoya qilinadi.

⁶⁵ Ular tijorat banklarga xos bo'lgan barcha moliyaviy operatsiyalar keng doirasini amalga oshira olmaydi va ularning o'ziga xosligi aynan shundan iborat. Ularning boshqa, yana bir muhim xususiyati pfandbriflar yoki garovga oida varaqalar chiqarish bo'yicha iintiozlardir. Hozirgi paytda pfandbriflarni atigi 42 ta moliyaviy muassasa: 22 ta xususiy ipoteka banklari, 18 ta davlat banklari va kemalarni ipoteka kreditlari bilan ta'minlash bo'yicha 2 ta xususiy bank amalga oshiradi.

guruhlarning bir qismi hisoblanishi yoki mustaqil bo'lishi mumkin. Davlat banklari resurslarni shakllantirish manbasi, eng avvalo, byudjet ajratmalari va omonatlar hisoblanadi. Bundan tashqari, ular obligatsiyalar chiqaradilar. Bunday banklar masalan, Italiya va Ispaniya uchun xarakterli. Yirik davlat banklari Frantsiyada ham ishlaydi, ular mablag'larni davlat subsidiyalari ko'rinishda va yevroobligatsiyalar emissiyasi hisobiga oladi. Germaniya uchun ham davlat ipoteka banklari, ham moliyaviy guruhlar tarkibidagi xususiy ipoteka banklari xarakterli. Daniyada ipoteka kreditlarining deyarli barchasi uchta mustaqil ipoteka banki tomonidan amalga oshiriladi, Shvetsiyada esa bitta yirik bankka jami ipoteka kreditlari hajmining deyarli yarmi to'g'ri keladi. Bunday banklarda mablag'larning asosiy manbasi obligatsiyalar chiqarish, shuningdek, boshqa kredit muassasalaridan uzoq muddatli qarzlar olish hisoblanadi.

Agar AQShda davlat ipoteka tizimi faoliyatining qonunchilik asoslarini shakllantiribgina qolmay, bevosita ikkilamchi bozor institutlarini ham yaratgan bo'lsa, Yevropa davlatlarining roli asosan qonunchilik asoslarini ishlab chiqish va ixtisoslashgan ipoteka kredit tashkilotlari faoliyatini nazorat qilishdan iborat bo'ldi.⁶⁶ Shuni ham aytish kerakki, ipoteka qog'ozlari asosan birjadan tashqari muomalada bo'ladigan AQShdan farqli ravishda, Germaniyada investor istalgan payt fond birjasida garov hujjatlarining o'zini ham, u kvitantsiya bo'yicha egalik qiladigan «global sertifikat»dagi ulushini ham sotib yuborishi mumkin. Biroq birjada faqat ko'rsatuvchiga beriladigan qimmatli qog'ozlar muomalada bo'ladi, nomi yozilgan obligatsiyalar esa faqat dilerlar (telefon) bozorida sotiladi.

Ixtisoslashgan ipoteka banklari ulushiga jami chiqarilgan qimmatli qog'ozlarning qariyb 70 foizi to'g'ri keladi.⁶⁷ Asosiy tendentsiyalar 3.5.2-jadvalga keltirilgan bo'lib, ularning tahliliga ko'ra ipoteka

⁶⁶ Masalan, Germaniyada ipoteka bozorining huquqiy asosi 1900 yil qabul qilingan Ipoteka banklari to'g'risidagi qonun hisoblanadi. Ushbu hujjatga muvofiq, ipoteka banklarining asosiy vazifasi «uzoq muddatli qayta moliyalashtirish uchun institutsional investorlarning mablag'lari va vaqtinchalik bo'sh xususiy kapitalni jalb qilish» hisoblanadi, asosiy funktsiyalari (operatsiyalari) qatoriga esa quyidagilar kiradi: yer maydonlarini garovga qo'ygan holda kreditlash (ipoteka belgilash), xarid qilingan ipotekalar asosida ipoteka garov hujjatlari chiqarish; mahalliy korporatsiya va jamoat sektoriga. federal hukumat va mahalliy o'zini-o'zi boshqarish organlariga kreditlar berish; jamoat sektori va mahalliy korporatsiyalarga beriladigan kreditlar asosida kommunal qarz majburiyatlari («kommunalobligationen») emissiyasi.

⁶⁷ Hozirgi paytda pfaundbriflar bozori Germaniya obligatsiyalar bozorining eng yirik, hatto federal hukumat obligatsiyalari bozorida ham ustun keladigan segmenti hisoblanadi. Shuni ham ta'kidlash joizki, ipoteka qimmatli qog'ozlari Germaniya bozori yevropada eng yirigi – umumiy hajmning 44%i hisoblanadi. Ipoteka banklari faqat ipoteka kreditlari ma'lum bir portfelni shakllantirilgandan keyingina garov hujjatlari emissiyasini amalga oshirish huquqiga ega. Eslatib o'tanizki, ilgari kreditlashni faqat qimmatli qog'ozlar (mos ravishda, ssuda berilgunga qadar chiqarilgan) bilan amalga oshirish mumkin bo'lgan. Hozirda kreditlashning bunday turi faqat Daniyada sezilarli rol o'ynaydi.

obligatsiyalari bo'yicha qarzdorlik 2006 yilning oxiriga kelib 1062 mlrd. evroni tashkil etgan⁶⁸, lekin 2009 yilda esa bu ko'rsatkich 766 mlrd. evroga⁶⁹ tushib qolgan. Bunda ko'rilayotgan mamlakatlarning Yevropa ipoteka obligatsiyalari bozoridagi ulushlari deyarli o'zgarmagan.

3.5.2-jadval.

Yevropa mamlakatlari ipoteka obligatsiyalari bozorining hajmi⁷⁰

№	Davlat	Obligatsiyalar bo'yicha qarzdorlik	Ulush %
<i>Ipoteka obligatsiyalari 2006 yilning oxiri holatiga, mlrd. evro</i>			
1	Germaniya	472	44
2	Daniya	306	29
3	Shvesiya	162	15
4	Fransiya	70	7
5	Norvegiya	22	2
6	Ispaniya	16	1,5
7	Avstriya	10	1
8	Boshqalar	4	0,5
9	Jami	1062	100
<i>Ipoteka obligatsiyalari 2010 yilning oxiri holatiga, mlrd. evro</i>			
1	Germaniya	374	45
2	Daniya	216	28
3	Shvesiya	96	12,5
4	Fransiya	47	6,1
5	Norvegiya	16	2,1
6	Ispaniya	7	0,9
7	Avstriya	8	1,1
8	Boshqalar	2	0,26
9	Jami	766	100

Agar AQSh va Yevropa ipoteka obligatsiyalari bozorlari hajmlarini o'zaro solishtirsak, u holda ushbu bozorlarning farqi mos ravishda taxminan 3:1 nisbatni tashkil qilishini ko'rishimiz mumkin.

Yuqoridalar asosida aytish mumkinki, bir va ikki pog'onali modellarni bir-biri bilan solishtirish uchun asosan AQSh va Germaniyaga xos xususiyatlarni ajratish kifoya (3.5.3-jadval).

⁶⁸ Ipoteka inqirozidan oldingi holat.

⁶⁹ Ipoteka va jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozlari sababli pasaygan.

⁷⁰ www.eurostat.org, www.russianipoteka.ru

AQSh va Germaniya modellarining solishtirma xususiyatlari

Solishtirish mezonlari	Germaniya	AQSh
Ipoteka kreditini berish	Ipoteka obligatsiyalari emitentlari beradi	Ipoteka qimmatli qog'ozlari emitenti bilan bog'liq emas
Sek'yuritizatsiya tipi	Garov qog'ozlari «pool» (to'plam)i emitent balansida qoladi (on-balance sheet securitization)	Garov qog'ozlari «pool» (to'plam)i qoidaga ko'ra emitent balansidan maxsus tashkilotga o'tadi (off-balance sheet securitization)
Foizlar va nominalni so'ndirilishi bo'yicha to'lov manbasi	Emitentning pul oqimi	Ipoteka krediti bo'yicha asosiy qarzning so'ndirilishi va foizlar to'planishidagi qarzdor tomonidan shakllantiriluvchi pul oqimi
Kredit riski	Emitentda	Investorda
Muddatidan ilgari so'ndirilish riski	Emitentda	Investorda
Bozor riski	Investorda	Investorda
Emitentning bankrotlik holatida investorni himoyalash	Obligasiyalar egalari qarz summasini qaytarilishi-ning ustuvor huquqiga ega	Emitentning bankrotligi ipoteka obligasiyalari bo'yicha xizmatlarga ta'sir ko'rsatmaydi
Ipoteka qimmatli qog'ozlarining ta'minlanganligiga talablar	Kredit summasi garovga qo'yilgan mulk qiymatining 60 foizidan oshirmasligi qonunda belgilangan	Kredit miqdori ko'chmas mulk qiyma-tining 60-70 foizini tashkil etadi. Bunday talab ushbu qog'ozlarning yuqori kredit reytingini tasdiqlash uchun qo'yiladi.
Kafolatlar	Kafolat emitent tomonidan beriladi	Kafolat uchinchi taraf tomonidan ta'minlanadi
«Pool» (to'plam)	«Pool»ning alohida	- «Pool»ning alohida

ta'minoti tuzilmasi	komponentalari o'zgartirilishi mumkin (bir kredit so'ndirilib, boshqasi beriladi)	komponentalari o'zgartirilmaydi, balki ular muddati va so'ndirilish usuli bo'yicha tanlanadi; - «Pool» tuzilmasi qonun tomonidan tartiblashtirilmaydi.
Foizlar to'lovi	Odatda har yili	Odatda har oyda
Nominalni to'lash	Bir butun to'lov asosida	Navbat bo'yicha so'ndirish
Tizimli riskka moyilligi	Global bozorga integrallashganligi sababli global inqirozga moyil	Global bozorning katta ulushini (60%) tashkil etganligi sababli global inqirozni keltirib chiqarishga qodir.
Shakl va usullar	Birinchi shakl va ikkinchi shaklning birinchi va ikkinchi usullari qo'llaniladi.	Birinchi shakl va ikkinchi shaklning birinchi ikkita usuli bilan birga ushbu shaklning uchinchi usuli qo'llaniladi.

3. Ipotekani kreditlashning qo'shma modeli (Qozog'iston misolida)

Ipotekaning rivojlanishida Qozog'iston Respublikasi Hukumati va va Milliy bankiga alohida rol ajratilgan. Xususan, mamlakat Hukumati tomonidan 2000 yil «Qozog'iston Respublikasida ipoteka kreditlari tizimini rivojlantirish va uy-joy qurilishini uzoq muddatli moliyalashtirish Kontseptsiyasi» tasdiqlangan bo'lib, unga muvofiq ikkita modelni – ikkinchi darajadagi banklarni (ya'ni tijorat banklarini) va ipoteka kreditlari bilan shug'ullanadigan nobank muassasalarini davlat tomonidan qo'llab-quvvatlashga yo'naltirilgan *evropacha model* hamda kreditlarni sug'urtalash va qayta moliyalashtirish uchun davlat infratuzilmasi yaratishni ko'zda tutadigan *amerikacha model* – bir xil darajada joriy qilish ko'zda tutilgan.⁷¹

⁷¹ Bunda ikkinchi model (ikki pog'onali) uni tashkil etish nuqtai nazaridan murakkabroq sanalganiga qaramay, biroq Qozog'istonda aynan u afzal ko'rilganligi sababli, ushbu model doirasida Milliy Bank tomonidan 2000 yil dekabr oyining oxirida AQShdagi ipoteka agentliklariga o'xshash bo'lgan «Qozog'iston Ipoteka Kompaniyasi» - birlamchi kreditorlardan (ikkinchi darajadagi banklar va nobank kredit muassasalari) ipoteka kreditlari bo'yicha garov huquqlari va talab qilib olish huquqlarini sotib oladigan hamda kreditor «pooli» bilan ta'minlangan ipoteka obligatsiyalari chiqaradigan qayta moliyalashtirish tashkiloti tuzildi. Bugungi kunda Kompaniya Aktsiyalarining 100 foizi Milliy Bankka tegishli, biroq 2003 yildan boshlab uning 1 mlrd. tangani tashkil qiladigan ustav kapitalini oshirish va uni xususiyashtirish rejalashtirilgan.

Ipoteka bozorida faollikning o'sishiga ko'p jihatdan Qozog'istonda xalqaro talablarga javob beradigan ipoteka kreditlari standartlarining joriy etilishi xizmat qildi.⁷² Bu standartlarning joriy etilishi muhim ahamiyatga ega, chunki ikkilamchi bozor modeli doirasida sotib olingan kreditlar bo'yicha talab qilish huquqlari Ipoteka kompaniyasi tomonidan ipoteka bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlarni sotish vositasida boshqalarga beriladi. Faqat standartlarga qat'iy amal qilishgina ipoteka bozori qatnashchilarining riskini pasaytirishga imkon beradi, demak, bunday qimmatli qog'ozlarni investor uchun jalb etuvchan qilish mumkin bo'ladi. Aynan shu sababli Kompaniya bilan hamkorlik haqida bitim imzolagan kreditor barcha garov hujjatlari (kreditlar) belgilangan talablarga javob berishini kafolatlashi va har oy zarur moliyaviy axborotlar taqdim etish majburiyatini o'z zimmasiga olishi lozim. Ipoteka Kompaniyasi o'z navbatida vaqti-vaqti bilan kreditlar qismlarini tekshirib turadi. Agar tekshiruv davomida sifatsiz yoki nostandart kreditlar aniqlanadigan bo'lsa, bunday garov hujjatlarini kreditor sotib olishga majbur bo'ladi.

Ta'kidlash joizki, Qozog'iston Ipoteka kompaniyasi faoliyatini ajratib turadigan asosiy xususiyatlardan biri ipoteka kreditlarini faqat milliy valyutada qayta moliyalashtirish hisoblanadi. Bunda ipotekaning rivojlanishini sekinlashtiruvchi asosiy muammolardan biri uzoq muddatli kredit resurslarini izlash hisoblanadi.⁷³

Hozirda Qozog'iston modeli yuqorida ko'rilgan har ikkala modelning kamchiliklari va ijobiy taraflaridan holi emas. Ayniqsa unga jahonda vujudga kelgan ipoteka va jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozlari sezilarli ta'sir ko'rsatdi.

Yuqorida keltirilganlar tahlili asosida O'zbekiston uchun foydali bo'lgan quyidagi xulosalarni chiqarish mumkin:

1. Jahon amaliyotidagi ipoteka bozorlari (ulardagi shakllar, usullar va mahsulotlarning moliya injiniringi mahsulotlari ekanligini hisobga

⁷² Standartlarning talabi: kreditlar milliy valyutada (tanga) uzoq muddatga (hozirgi bosqichda 10-15 yil) taqdim etiladi; kredit miqdori garov predmeti hisoblangan, xarid qilinayotgan mulk bozor qiymatining 60-70%idan oshmaydi; ko'chmas mulk qiymatining 30-40%i hajmidagi boshlang'ich badalni qarz oluvchi o'z mablag'lari hisobiga kiritadi, kredit va u bo'yicha foizlar har oy annuitet to'lovlari bilan to'lab boriladi, bunda oylik to'lov hajmi qarz oluvchining rasman tasdiqlangan umumiy daromadlarining 30-35%idan oshmasligi lozim; ipotekaga beriladigan mulk har qanday malolliklardan xoli bo'lishi va bundan oldingi ipotekalarga ega bo'lmasligi lozim, shu tariqa takroriy garovga yo'l qo'yilmaydi; garovga qo'yiladigan mulkning sug'urtalanishi va qarz oluvchining shaxsiy sug'urtalanishi zarur

⁷³ Ushbu yo'nalishda 2002 yilning noyabr oyida 1,5 mlrd. tanga miqdorida kompaniya ipoteka qimmatli qog'ozlari birinchi uanshini - nafaqat Qozog'istonda, balki butun MDH mamlakatlarida birinchi transhni birlamchi joylashtirish ro'y berdi. Muomala muddati - 3 yil, kupon stavkasi o'zgaruvchan va inflyatsiya indeksiga bog'lab qo'yilgan (inflyatsiya indeksidan yuqori belgilangan hajmi 4,75%ni tashkil qiladi va butun muomala davrida o'zgar olmaydi), kuponni qayta ko'rib chiqish har 6 oyda amalga oshiriladi. Stavkani hisob-kitob qilish uchun baza sifatida inflyatsiya indeksi olingan.

olgan holda) tashqi va ichki omillarning ta'siri qonuniyatlari va darajasi hamda boshqa belgilarga qarab farqlanishi mumkin.

2. Hozirda ipotekani kreditlashning jahon amaliyotida asosan ikki model mavjud bo'lib, ularining ichida eng rivojlangani, hajmli va mukammali hamda, bir vaqtning o'zida, global risk sababchilaridan biri anglo-amerika modeli hisoblanadi.

3. Har bir model o'ziga xos xususiyatlarga, kamchilik va ijobiy tarafdarga ega ekanligi, ularni O'zbekiston sharoitida qo'llashda rivojlanishning «O'zbek modeli»ga mos davlatning ijtimoiy-iqtisodiy rivojlantirish siyosatiga asoslanish zarur.

4. Har ikkala modelni mamlakatdagi mavjud fundamental omillarni to'liq hisobga olmasdan birdek qo'llash global inqirozlar girdobiga tortib ketish ehtimolini kuchaytiradi (misol uchun ipoteka va jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi davrida Qozog'istonning qo'sh modeli).

Savollar

1. Ipoteka qimmatli qog'ozlari va sek'yuritizatsiya bozorining jahon amaliyotidagi shakl va usullari nimadan iborat?

2. Bir pog'onali model qanday tavsiflanadi?

3. Ikki pog'onali model qanday tavsiflanadi?

Topshiriqlar

1. Sek'yuritizatsiya bozorini mavjud statistik ma'lumotlar asosida tahlil qiling.

2. O'zbekiston ipoteka bozorini boshqa mamlakatlar ipoteka qimmatli qog'ozlari bozorlari bilan solishtiring.

3. Terminlar lug'atini tuzing.

IV bob. MOLIVAVIY INSTRUMENTLAR TAHLILI

4.1. Moliya bozorida investitsiyalar daromadlilikini baholash

Moliya bozorida investorlarning moddiy farovonligini belgilangan davrda o'sishi muhim ahamiyatga ega bo'lib, uning asosiy manbalaridan biri moliyaviy instrumentlarga yo'naltirilgan investitsiyalar bo'yicha ma'lum davr ichidagi daromad fioizi B (*rate of return*) hisoblanadi.

Agar investorning bunday daromadining o'sishi darajasini (I) moliya instrumentiga yil boshida yo'naltirilgan boshlang'ich investitsiya (I_0) va undan ma'lum bir davrda (yil oxirida) hosil bo'lgan orttirma (Z) surmasi deb qabul qilinsa, unda quyidagi ifoda ma'noga ega:

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

Natijada daromad stavkasini (daromadni) B quyidagicha ifodalash mumkin:

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

Ushbu ifodaning surati investorning moddiy farovonligini davr ohirida o'zgarishini (uning darajasini ijobiy yoki salbiy bo'lganini) ko'rsatadi. Ya'ni Z ijobiy bo'ladi, agar uning miqdori inflyatsiya i darajasidan yuqori bo'lsa (ma'lum P_r ichki bahoda olingan moliya instrumentining bozor narxi P_a barqarorligida). Bunda investor uchun P_r (ichki, real baho) katta ahamiyatga ega bo'lganligi uchun u har doim o'zining moddiy farovonligini (kelajakdagi daromadini) oshirish maqsadida moliya instrumentining (qimmatli qog'ozning) narxini bazisidan past baholanganini sotib olishga harakat qiladi. Chunki investor vaqt o'tishi bilan sotib olgan qimmatli qog'ozining bozor narxini ko'tarilishini kuzatib, ma'lum davrga kelib, uni odatda sotib yuborish evaziga daromad topadi. Bu tabiiy holat bo'lib, qimmatli qog'ozlar bo'yicha daromad olishning boshqa moliyaviy aktivlarga qilingan investitsiyalardan xosil bo'ladigan daromaddan farqli xususiyatini bildiradi.

Yuqorida aytilganlardan kelib chiqib investor tomonidan olingan daromadni quyidagicha ifodalash mumkin:

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

1-chi ifodada $I_0 = 1$ deb qabul qilib, uni quyidagicha ifodalaymiz:

$$I = 1 + Z \quad (4.1.4)$$

Ushbu ifodada inflyatsiya hisobga olinmaganligi uchun investitsiya bo'yicha daromad real stavka foiziga R teng bo'ladi. Irving Fisher qoidasiga binoan inflyatsiya i sababli daromad $(1+i)$ martta oshishi lozim bo'lganligi uchun (4.1.4) ifodani quyidagicha yozish mumkin:

$$I = (1 + \mathcal{B}) = (1 + R) = (1+R)(1+i) = 1 + R + i + iR \quad (4.1.5)$$

5-chi ifodada, agar R va i miqdorlari kichik bo'lsa, iR ko'paytma juda kichik bo'ladi, u holda uni hisobga olmasa ham bo'ladi. Shuning uchun 4.1.5-chi ifodani quyidagicha yozish mumkin:

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

bunda i – inflyatsion rag'bat, \mathcal{B} – nominal stavka, R – real stavka.

4.1.7-chi ifodadan prognoz qilinayotgan inflyatsiya sur'ati i va inflyatsion rag'bat bir-biriga mosligi ko'rinib turibdi. Bunday holat o'ta rivojlangan moliya bozori sharoitida bo'lishi mumkin. Agar daromad stavkasining miqdori $R+i$ summadan kichik bo'lsa, moliya bozorida investitsiya qilish ma'noga ega bo'lmaydi. Yana R va i miqdorlarining kichik darajasida shu ham ko'rinib turibdiki, inflyatsiya sur'atini bir foizga ortishi daromad stavkasini mos ravishda bir foizga ortishiga olib keladi.

Inflyatsiya sur'ati darajasi yuqori bo'lgan mamlakatlarda iR ko'paytmani nazardan chiqarish mumkin emas va mos ravishda inflyatsion rag'bat inflyatsiya sur'ati darajasidan iR miqdorga ko'proq bo'lishi lozim. Aytish mumkinki, iR ko'paytmani faqat daromadni favqulodda kichik vaqt muddatlarida tahlil va prognoz qilishda hisobga olmaslik mumkin.

Ancha uzoq vaqt muddati uchun 4.1.6-chi ifodani 4.1.5-chi asosida quyidagicha yozish mumkin:

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

Yuqorida aytilganlar asosida investorlarni noaniq va hato qarorlar qabul qilishdan saqlash uchun quyidagilarni ta'kidlash joiz.

1. Kundalik amaliyotda R va i ifodalarning I.Fisher formulasining to'liq ko'rinish yordamida ifodalash maqsadga muvofiq, ya'ni:

$$R = (\mathcal{B} - i)/(1 + i) \quad (4.1.8)$$

$$i = (\mathcal{B} - R)/(1 + R) \quad (4.1.9)$$

2. Mavjud inflyatsiya sur'atini qisqa vaqt muddatlari uchun prognoz qilinayotgan darajasidan og'ishi sharoitida daromad stavkasiga soliqni kompensatsiya qiluvchi orttirmani hisoblab topish foydadan holi emas. Agar o'z ichiga inflyatsion rag'bat va soliqni kompensatsiyalovchi orttirmani oluvchi daromad stavkasini \mathcal{B}^* deb belgilasak, soliqni

komensatsiyalovchi orttirmali daromad va boshlang'ich daromadni o'zaro bog'liqligini quyidagicha ifodalash mumkin:

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

Ushbu ayirma miqdorini topishda haqiqiy inflyatsiya sur'atini i^* (prognoz qilinayotganini emas) deb olinadi.

iR ko'paytmaning kichik miqdorida (uni hisobga olmaslik mumkin) investor daromadi (B) uchun soliq stavka (T) va inflyatsion rag'batni (ya'ni inflyatsiya sur'atini i) hisobga olingan holda sof daromadni (R) quyidagicha ifodalash mumkin:

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

Bu ifodadan

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

Mos ravishda

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

(4.1.12) va (4.1.13) ifodalarni hisobga olgan holda, ifoda (4.1.10) quyidagicha yoziladi:

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

Masalan, (4.1.14) ifodada agar $(i^* - i) = 10\%$ va $T=31\%$ bo'lsa, boshlang'ich daromad (B) miqdoriga qo'shilgan soliqni kompensatsiyalovchi orttirma 14,5% bo'ladi.

3. Yillik inflyatsiyani oylik inflyatsiyalar miqdorlarini murakkab foizlar formulasi asosida pulning kelajakdagi bahosini $i=(1+i_k)^{12}-1$ ifoda yordamida hisoblanganidek (inflyatsiyaning o'sish sur'atlarini banklar depozitlari bo'yicha o'rtacha foiz bilan solishtirish uchun) aniq hisoblab topish lozim. Bu yo'l 4.1.8 ifoda yordamida investitsion qaror qabul qilishda foydali. 4.1.8-chi ifodada R parametrni e'lon qilingan foiz daromad (masalan, depozitlar, obligatsiyalar va h.k. bo'yicha) deb qabul qilinadi.

4. Qimmatli qog'ozlarning P_a va P_r narxlarini 4.1.8-4.1.11 ifodalarni qo'llaganda baholash muhim ahamiyatga ega.

Amaliyotdan ma'lumki, P_a texnik tahlil usuli yordamida baholanadi, P_r esa fundamental tahlil usulini qo'llash asosida. Investorlar daromadlarini ohirgi yuz yil davomida qimmatli qog'ozlar bozorida o'sish tendentsiyasi investitsiyalarning ortishini ko'rsatadi. Bunda quyidagi qonuniyatni ko'rish mumkin:

- qimmatli qog'ozlar bozorida P_a tashqi va ichki omillarga hamda risklarga o'ta sezgir bo'lib, talab va taklif (bozor kon'yunkturasi) asosida shakllanadi. P_a ikki omil bilan belgilanadi: qimmatli qog'ozlarga

bo'lgan talab va taklif nisbati; qimmatli qog'ozlar bo'yicha kapitalizatsiyalangan daromad miqdori;

- P_r emitentning moliyaviy holatiga o'ta sezgir bo'lib, emitent aktivlarining real va potentsial hajmi bo'yicha belgilanadi. 4.1.9-chi ifodaga asosan $P_r = P_a - \mathcal{B}$;

- P_a va P_r emitentning holatini aks etadi va ular umumiy holda o'zaro ekvivalent bo'lishiga qaramasdan ularning miqdorlari farqlanishi mumkin. Qimmatli qog'ozlar bozori ijobiy daromad miqdorini (\mathcal{B} nolga teng emasligini) ta'minlashda narxlarning muvozanatiga intiladi (ya'ni $P_r = P_a$).

Yuqorida keltirilgan modellar yordamida investitsiyalarni baholashda qo'llash mumkin.

Savollar

1. Investor farovonligining o'zgarishi foizi mazmunan qanday bo'ladi?
2. Daromad stavkasi nima?
3. Aksiyaning ichki va bozor bahosi nima?
4. Inflyatsion yo'qotish nima?
5. I.Fisher effekti nima?
6. Soliqni kompensatsiya qiluvchi orttirma nima?
7. Yillik inflyatsiya qanday aniqlanadi?

Topshiriqlar

1. O'zbekistonda investor farovonligining o'zgarishi foizini baholang.
2. O'zbekistonda aksiyaning bozor va ichki bahosini aniqlang.
3. O'zbekistonda inflyatsiyani tahlil qiling.
4. Terminlar lug'atini tuzing.

4.2. Foiz stavkasi va uning dinamikasi

Foiz stavkalarini hisoblash moliya bozorining investitsiya jarayonida muhim ahamiyatga ega⁷⁴. Amaliyotda foiz stavkalarini baholash turlicha yondashuvlarda ifodalangani bilan mazmunan o'hshash⁷⁵. Ma'lumki, kreditor pullarini qarzga berganida ulardan qarz muddati tugamagunicha foydalanishdan mahrum bo'ladi. Qarz oluvchi

⁷⁴ Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В.И.Колесникова, В.С.Торкановского.-2-е изд., перераб. и доп.-М.: Финансы и статистика, 2000.-448 с.

⁷⁵ Клячков 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., Бейли Дж. Инвестиции.-М.: Инфра-М, 1999.

kredit uchun haq to'lashi lozim bo'ladi. Kreditdan foydalanish uchun kreditorga pul ko'rinishida qarz oluvchi tomonidan to'lanadigan haq foiz shaklida ifodalanadi. Foizlar qarzning asosiy summasiga ma'lum bir davrlarga hisoblanadi. Foizni hisoblashning turli usullari mavjud bo'lib, ularning asosiylarini ko'ramiz.

Oddiy (sodda) foizlar. Farz qilaylik, investitsiya qilish uchun qandaydir boshlang'ich P pul mablag'lari mavjud. Investitsiya qilish natijasida ma'lum vaqt muddati (n davrlarda) o'tganidan keyin boshlang'ich summa iPn (i – foiz stavkasi bo'lib, u bo'yicha boshlang'ich P summaga foizlar qo'shiladi) miqdorga o'zgaradi. Ya'ni boshlang'ich summa P ma'lum davrlar (n) o'tishi bilan iPn miqdorga oshib, natijada S (ortgan summa) miqdor xosil bo'ladi:

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

$(1 + in)$ ifoda oddiy foizlar bo'yicha ortirma ko'paytiruvchi deb nomlanadi. Ortirilgan summa S boshlang'ich summa orqali topilgan; foiz stavkasini (i) **dekursiv stavka** deyiladi.

4.2.1-chi ifodadan boshlang'ich P summani topish mumkin. Bunda P miqdorini S orqali uni d foiz stavkasi (antisipativ stavka) bo'yicha diskonlash yo'li bilan topish mumkin, ya'ni:

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

$(1 - nd)$ ifoda ortirma ko'paytiruvchi deyiladi.

Oddiy foiz stavkalari ko'proq qisqa muddatlardagi hisoblarda qo'llaniladi. Shu munosabat bilan n bir yildan kam davrlarda dekursiv va antisipativ stavkalarni amaliyotda qo'llash xususiyatlarini ko'ramiz. Dekursiv stavka holatida i miqdori quyidagicha qabul qilinadi:

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

(t – foizni hisoblash kunlari soni). Agar antisipativ stavka (d) qo'llanilsa, unda:

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

Murakkab foizlar. Bir muncha murakkab holatni foizlarning kapitalizatsiyasini hisobga olib ko'ramiz. Unda vaqt davrlariga bog'liq holda ortib boruvchi summaga ega bo'lishimiz mumkin, ya'ni P i-chi davrga kelib Δp_i miqdorga ortadi:

$$\Delta P_1 = iP$$

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

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

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

U holda orttirilgan summa:

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

Kvadrat qavslarda geometrik progressiyaning summasiga ega bo'lib, mos ravishda quyidagi ifodani olamiz:

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

Bunda $(1+i)^n$ kattalik orttirish ko'paytiruvchidir. Shunga o'hshash murakkab antisipativ stavka uchun quyidagi ifodani olish mumkin:

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

Bunda orttirish ko'paytiruvchi sifatida quyidagi ifoda bo'ladi:

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

Agar n butun bo'lmagan son bo'lsa, masalan, $n = k + t$ (k - butun yillar soni, t - kunlar soni), unda orttirilgan S summani hisoblash uchun quyidagi ifoda qo'llaniladi:

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

Ushbu ifodada butun yillar mobaynida orttirilishni murakkab foizlar bo'yicha, kunlar mobaynida esa oddiy foizlar bo'yicha topish mumkin.

Orttirilgan S kattalik kelajakda olinadigan summa hisoblanadi, P esa uning hozirgi miqdori bo'ladi, ya'ni:

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

Agar yillar soni (n) yetarlicha ko'p bo'lsa, unda ham oddiy va ham murakkab foizlar bo'yicha hisoblangan har qanday summaning hozirgi miqdori nolga intiladi:

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

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

Bu ifoda ko'p yillardan keyin har qanday katta summani olishlik hozirgi vaqtda nol effektni berishini anglatadi. Summadan olinadigan effekt kelajakda tezroq kamayadi, agarda hisoblashlar murakkab foizlar bo'yicha olib borilayotgan bo'lsa.

Real, nominal va effektiv foiz stavkalari.

Foizlarni qo'shib hisoblab borish istalgan vaqt davrida amalga oshirilishi mumkin. Ko'proq foizlar yilda, chorakda, oyda bir marotaba hisoblab qo'shib boriladi. Foizlarni yiliga m ($m > 1$) marotaba hisoblanib borilishi holatini ko'ramiz. Vaqtning har bir davriga (yarim yilga, chorakka, oyga) j foizlar hisoblanib boriladi. Ihtiyoriy davrga hisoblanib boriladigan foiz stavkasini real foiz stavkasi deb nomlaymiz. Bizning holda j -real foiz stavkasi.

Turli investision loyihalarni bir-biri bilan solishtirishda ularning daromadlilikini o'zaro solishtirish lozim bo'ladi, lekin bunday solishtirish uchun avvalam bor daromadlarni (foiz stavkalarni) bir vaqt davriga keltirish kerak. Ko'pincha foiz stavkalarni bir yillik davrga keltiriladi. Bunda foizlarni hisoblash borishning turli sxemalari qo'llanilishi mumkin. Oddiy foiz stavkalari sxemasi bo'yicha hisoblab borilsa, nominal foiz stavkasi deb nomlanadi. Yillik foiz stavkasi murakkab foizlar sxemasi bo'yicha hisoblanib borilsa, effektiv foiz stavkasi deyiladi.

Mos ravishda i_H va i_e - nominal va effektiv foiz stavkalari deb belgilaymiz. Vaqtning m davrlari uchun orttirilgan summani olish mumkin (oddiy foizlar sxemasi bo'yicha):

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

Orttirilgan summani nominal foiz stavkasi bo'yicha esa:

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

S_1 va S_2 tengliklardan $i_H = m_j$ tenglikni olamiz. Murakkab foizlar sxemasi bo'yicha vaqtning m davrlariga orttirilgan summa:

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

Effektiv foiz stavkasi bo'yicha bir yilga orttirilgan summa:

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

$S_1 = S_2$ tenglikdan quyidagini olamiz:

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

Agar $i_n = mj$ ekanligini hisobga olsak, unda nominal va effektiv foiz stavkalar orasidagi bog'liqlikni topish mumkin:

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

Pul oqimi, daromadlilikning ichki normasi. Qimmatli qog'ozdan hosil bo'ladigan pul to'lovlari turli vaqtlarda vujudga keladi. Masalan, kuponli (foizli) obligasiya o'zining butun hayoti davrida bir qator kupon to'lovlarini va so'ndirilishida nominal summasini to'lashni vujudga

keltiradi. Aksiya bo'yicha uni investor qo'lidagi butun umri davrida dividendlar to'lanadi.

Ma'lum bir davr ichida turli vaqtlarda tushuvchi pul to'lovlari pul oqimi deyiladi. Kelajakdagi pul tushumlarini vaqtning joriy momentiga keltirishda ularni vaqt davrining uzunligini hisobga olgan holda (bu davrda to'lov amalga oshiriladi) diskonlash lozim. Agar vaqtning birinchi davri ohirida S_1 -ga teng summa tushsa, ikkinchi davr ohirida - S_2 , n-chi davrda - S_n tushsa deb faraz qilsak, unda bunday pul oqimining joriy bahosi quyidagicha bo'ladi:

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

bunda i – alternativ qo'yilmaning daromadliligi (bank depozit stavkasi).

Masalani boshqacha ko'rish mumkin. Faraz qilaylik, qandaydir qimmatli qog'ozdan vujudga keladigan pul oqimining joriy bahosi P uning bozor narxi (C)ga teng, unda quyidagi tenlamadan $P=C$ holatdagi foiz stavkasi (r) kattaligini topish mumkin:

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

Ushbu holatda (ya'ni $P=C$ bo'lgandagi) hisoblab topilgan foiz stavkasi r daromadlilikning ichki normasi deyiladi.

Renta tushunchasi qimmatli qog'ozlarning bahosi va daromadliligini aniqlashda muhim va keng qo'llanadi. Renta deganda vaqtning teng davrlarida amalga oshiriladigan bir qator ketma-ket to'lovlar tushuniladi. Moliyaviy hisoblar amaliyotida rentalarning turli xillari qo'llaniladi. Bunda biz faqat qimmatli qog'ozlarning bahosi va daromadliligini hisoblashda qo'llaniladigan rentalarni ko'rish bilan cheklanamiz, ya'ni:

- o'zgarmas cheklangan renta;
- o'zgarmas doimiy renta;
- to'lovlarning o'zgarmas ortishi bilan o'zgaruvchan renta.

O'zgarmas cheklangan renta. Faraz qilaylik, n yil ($n < \infty$) davomida yillik daromad R beruvchi qandaydir summa ma'lum bir tadbirga qo'yilgan. Miqdori R bo'lgan ($R/(1+i)$) bo'lgan hozirgi momentga keltirilgan) birinchi to'lov bir yildan keyin amalga oshiriladi. Keyingi to'lovning hozirgi kattaligi - $R/(1+i)^2$ va h.k. Rentaning hozirgi kattaligi n yildan keyin:

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

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

Bunda $\frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \times i}$ ifoda rentaning keltirish koeffitsienti deyiladi.

Rentaning orttirilgan summasi:

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

Bunda $\frac{(1+i)^n - 1}{i}$ ifoda rentaning orttirish ko'paytuvchisi deyiladi.

Agar foizlarni yillik nominal stavkada (i) hisoblab borish yiliga m marotaba amalga oshirilsa, unda hisoblanadigan davrlar soni m x n bo'ladi va

$$S = R \frac{(1 + \frac{i}{m})^{mn} - 1}{(1 + \frac{i}{m})^m \times i}$$

O'zgarmas doimiy renta. Rentaning bu turi oldingisidan farqlanadi, ya'ni bunda o'zgarmas to'lovlar R doimiy ($n = \infty$) tarzda amalga oshiriladi. Bunday rentaning hozirgi kattaligini topish uchun quyidagicha chegaralash lozim:

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

Agar foizlarni hisoblab borish yiliga m marotaba bo'lsa, unda

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

To'lovlarning o'zgarmas ortishi bilan o'zgaruvchan renta. Rentaning bunday turi uchun n yillar davomida renta to'lovlarining o'zgaruvchan kattaligiga ega bo'lamiz, ya'ni:

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

bunda E – to'lovlarning o'zgarmas yillik ortishi.

Bunday rentaning hozirgi kattaligi:

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

Agar rentaning bu turini doimiy variantda ko'rsak, unda:

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

ya'ni rentaning doimiy kattaligi doimiy o'zgarmas turidan E/i^2 hadga farqlanadi.

O'zgaruvchan rentaning orttirilgan kattaligi

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

Savollar

1. Oddiy va murakkab foizlar nima, ular qanday hisoblanadi?
2. Kapitalizatsiyali va kapitalizatsiyasiz modellar nima?
3. Nominal va effektiv stavkalar nima?
4. Daromadning ichki normasi nima?
5. O'zgarmas cheklangan renta nima?

Topshiriqlar

1. Oddiy va murakkab foiz stavkalarini hisoblash metodikasini o'zlashtiring.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

4.3. Pul oqimlarini diskontlash

Umumiy tushunchalar va terminologiya

Agar qimmatli qog'ozlar daromadliliklarini solishtirishda alternativa sifatida bankdagi depozit qo'yilma daromadliliigi tanlansa, unda daromadlilikning alternativ metodini hozirgi vaqtgacha keng qo'llanib kelayotgan pul oqimlarini diskontlash metodi bilan mos kelishini ko'rish mumkin. Bunda quyidagi savollarga javob topish lozim⁷⁶:

- bazaviy sifatda qabul qilingan tijorat banklarining depozit stavkasi miqdori to'g'risida;
- bankda pullarni oddiy yoki murakkab foiz stavkalarda hisoblab borish sxemasi to'g'risida.

Birinchi savolga javobni odatda quyidagicha ifodalaydilar: «bazaviy sifatda ishonchli va barqaror ishlayotgan bank stavkasini tanlash lozim». Ba'zan bazaviy stavka sifatida Markaziy bankning qayta moliyalashtirish stavkasi olinadi. Lekin bu stavka o'zining bozor tomonidan belgilanmasligi, balki Markaziy bank tomonidan bozorga ta'sir ko'rsatish uchun qo'llanishi bilan qoniqtirmaydi. Ammo ko'p

⁷⁶ Кияльков А. А., Чалдаева Л. А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело.-М.: Экономика, 2005.-687 с.

masalalarni echishda yordamga maxsus belgilanadigan bank stavkasi kelishi tufayli, uni baza sifatida olish lozim.

Ikkinchi savolga javob topish yengilroq ko'chadi, chunki foiz stavkasining ikkala metodi ham ko'riladi (4.2-paragrafga qaralsin). Lekin odatda ko'pincha murakkab foiz stavkasi sxemasiga moyillik seziladi, chunki unda daromad ham boshlang'ich summaga, ham hisoblab borilgan daromad foiziga qo'shib hisoblanadi. Oddiy foiz stavkasida esa faqat boshlang'ich summaga foiz daromad hisoblanib borilib, asosiy summa ohirida qaytarilib beriladi. Murakkab foizlar sxemasida investor o'zining depozitga qo'ygan puli va foiz daromadi summalarini bankdan qaytarib olmaydi deb qabul qilinadi. Bu esa investor uchun sezilarli risklarni keltirib chiqaradi. Lekin ushbu sxema investor uchun oddiy foizlar sxemasiga qaraganda nisbatan kattaroq daromad keltiradi. Murakkab foizlar sxemasi bo'yicha bunday daromad investorning katta riskiga qo'shimcha haq sifatida qaraladi.

Pul oqimlarini diskontlash asosida qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiyalar parametrlarini miqdoriy baholash metodi uchun alohida tushunchalar va terminologiya kiritilgan bo'lib, ularni qisqacha keltiramiz.

Orttirish va diskontlash. Investitsion qo'yilmalarning turli variantlari to'lovlar tushumini turli grafiklariga ega bo'lganligi bu grafiklarni o'zaro solishtirishni bir muncha qiyinlashtiradi. Shuning uchun pul tushumlarini vaqtning bir momentiga keltirish lozim. Agar bu moment kelajakda joylashgan bo'lsa, unda bunday prosedurani orttirish deyiladi, agar bu moment o'tgan vaqtda bo'lsa – diskontlash deyiladi.

Pullarning kelajakdagi bahosi. Investorning hozirgi vaqtda bo'lgan pullari unga kelajakda kapitalini bank depozitiga qo'yish yo'li bilan orttirish imkonini beradi. Natijada investorda kelajakda bir muncha ko'proq pul summasi (avvalgi pul qo'yilmasi bilan birga) paydo bo'lishi pullarning kelajakdagi bahosi deyiladi. Sodda foizlar sxemasi bilan hisoblanib borilgandagi pulning kelajakdagi bahosi quyidagicha bo'ladi (4.2-pragrafqa qaralsin):

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

Murakkab foizlar sxemasida esa:

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

bunda P_F – pulning kelajakdagi bahosi; P_C – pulning boshlang'ich summasi (pulning joriy bahosi); β – bank depoziti stavkasi; n – pul daromadlarini qo'shib borish davrlari soni.

$(1+\beta)^n$ murakkab foiz stavkasi uchun va $(1+n\beta)$ sodda foiz stavkasi uchun koeffitsientlar orttirish koeffitsientlari deyiladi.

Pullarning boshlang'ich bahosi. Diskonlashga teskari bo'lgan masala hisoblanadi. Ya'ni kelajakda olish mumkin bo'lgan pul summasini ma'lum deb, hozirda qancha pul summasini investitsiya qilish kerakki, kelajakdagi rejalashtirilgan summani olish uchun, degan masala deb qaraladi. Boshqacha qilib aytganda, quyidagini hisoblash lozim:

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

bunda $\frac{1}{(1+\beta)^n}$ ko'paytuvchi diskontlash koeffisienti deyiladi.

O'z-o'zidan ma'lumki, ushbu ifoda depozitni murakkab foiz sxemasi bo'yicha hisoblab borish uchun ma'noga ega.

Daromadlilikning ichki stavkasi. Masalaning qo'yilishi quyidagicha: qo'yilmaning joriy va kelajakdagi bahosi ma'lum; hozirdagi ma'lum investitsiyalar kelajakda belgilangan bahoni ta'minlovchi bank foiz daromadining depozit stavkasi noma'lum. Daromadning ichki stavkasi quyidagi formula yordamida hisoblanadi:

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

Pul oqimlarini diskontlash. Ma'lumki, pul oqimlari - bu investorlarning pul shaklida qilgan investitsiyalaridan har xil vaqtda olgan daromadlari. Diskontlash investitsiyalarning kelajakdagi bahosini ularning joriy bahosiga keltirilishini ifodalab, har xil vaqt va turli shartlarda qilingan investitsiyalarning har xil turlarini o'zaro solishtirish imkonini beradi. Shu munosabat bilan quyidagi holni ko'ramiz.

Qandaydir moliyaviy instrument vaqtning boshlang'ich momentida C_0 daromadni keltirgan, birinchi foiz to'lovlari davrida - C_1 , keyingilarida - C_2, \dots , foiz to'lovlarning n -chi davrlarida esa - C_n . Bunday operatsiyalardan hosil bo'lgan jami daromad:

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

Pul tushumlarining ushbu sxemasini vaqtning boshlang'ich momentiga diskontlash moliyaviy instrumentning joriy bozor bahosi qiymatini hisoblash uchun quyidagi ifodani beradi:

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

Annuitetlar. Barcha to'lovlar bir-birlari bilan teng bo'lsa, yuqorida keltirilgan formula (4.3.1) soddalashib quyidagi ko'rinishga keladi:

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

Agarda bu muntazam to'lovlar har yili tushsa, unda ular annuitetlar deyiladi. Annuitet quyidagicha hisoblanadi:

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

Hozirgi vaqtda ushbu termin barcha bir xil muntazam to'lovlarga nisbatan ularning davriyligidan qat'iy nazar ko'p qo'llaniladi.

Pul oqimlarini diskontlash metodini qo'llashga oid misollar

Misol 1. Investorga oligatsiyaning bozor narxini aniqlash lozim. Obligatsiya bo'yicha vaqtning boshlang'ich momentida va har bir kupon choragida nominal qiymatidan (N) 10% miqdorida foiz daromad (C) to'lanmoqda. Obligatsiyaning muomala muddatidan oldin ikki yildan keyin esa uning foiz daromadi va nominal narxi 1000 so'mga teng.

Alternativ solishtirish uchun ikki yilga mo'ljallangan bank depoziti bo'yicha murakkab foizlar sxemasi yordamida har chorak uchun hisoblanadigan foiz daromadi miqdori 8 foizga teng.

Echim. Ushbu misolni echish uchun formula 4.3.1 qo'llaniladi, bunda $n=8$ (ikki yilda 8 marta chorakli kupon to'lovlari amalga oshiriladi);

$\beta = 2\%$ (chorak uchun qayta hisoblangan 8 foizga teng yillik foiz stavka);

$N=1000$ so'm (obligatsiyaning nominal narxi);

$C_0 = C_1 = C_2 = \dots = C_7 = C = 0,1N = 100$ so'm,

$C_8 = C + N = 1100$ so'm.

Berilgan misol shartlaridan foydalangan holda 4.3.1 formuladan quyidagini olamiz:

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

Ushbu formulaga parametrlarning ma'lum qiymatlarini qo'yib, obligatsiyaning bozor bahosini joriy qiymatini olamiz, ya'ni $P_c = 1686$ so'm.

Misol 2. Tijorat banki tomonidan diskont veksellarini joylashtirish bahosini aniqlang. Bunda quyidagilar ma'lum: veksellik 1200000 so'mga to'lov muddati 90 kunga yozilib berilgan, bank stavkasi yillik - 12%. Bank murakkab foiz sxemasi buyicha oylik foiz daromad hisoblaydi. Bir yilni 360 kalendar kundan iborat deb qabul qilingan.

Misolni pul oqimlarini diskontlash metodi yordamida echamiz. Buning uchun 4.3.1-formulani quyidagicha qo'llaymiz:

- bankda foiz daromad uch oy davomida hisoblab boriladi, ya'ni $n=3$;
- 30 kunga qayta hisoblangan bank stavkasi:
 $\beta=12 \cdot (30/360)=1\%$;
- diskontli vekselga oraliq to'lovlar amalga oshirilmaydi, ya'ni $C_0=C_1=C_2=0$;
- uch oydan so'ng veksel so'ndiriladi va u bo'yicha veksel summasi (1200000 so'm) to'lanadi, ya'ni $S_3=1\,200\,000$ so'm.

Vekselni joylashtirish bahosi P_S qanday qiymatga ega bo'ladi?

Keltirilgan parametrlarni 4.3.1 formulaga qo'yib, quyidagi tenglamani olamiz: $P_c=1\,200\,000/(1,01)^3$. Uni echgandan so'ng:

$$P_c=1\,200\,000 : 1,030301 = 1\,164,71 \text{ so'm.}$$

Misol 3. Emitent bir yil muddatga 500 mln. so'mlik 12 foizli (kupon) obligasiya chiqarmoqda. Emitent bir vaqtning o'zida emissiyani so'ndirish va foiz daromadni to'lash uchun bankda (maxsus hisob raqamda) har chorakning boshida ma'lum bir pul summasi fondini jamlab boradi. Bu summa bo'yicha bank har chorakda 16 foizli daromadni murakkab foizlarda hisoblab to'lab boradi. Bir chorakdagi qo'yilma miqdorini (soliqni hisobga olmagan holda) aniqlang. Bunda oxirgi qo'yilma momenti obligasiyani so'ndirish va foiz daromadini to'lash momentiga mos keladi.

Echim. Bu misolni pul oqimini orttirish metodi yordamida echish qulay. Emitent bir yildan so'ng investorlarga quyidagi summani qaytarib berishi lozim:

$$500 + 500 \cdot 0,12 = 500 + 60 = 560 \text{ mln. so'm.}$$

Ushbu summani u bankdan yilning oxirida olishi kerak. Bunda investor bankka quyidagi pul qo'yilmalarini amalga oshiradi:

1) yil boshida X so'mni investitsiya qilish va yillik 16 foizli (murakkab foizlar stavkasi bo'yicha har chorakdagi to'lovlar ko'rinishida) daromad olish. Ushbu summadan investorda yil oxiriga kelib $X(1,04)^4$ so'm hosil bo'ladi;

2) birinchi chorak tugagach X so'mni qolgan uch chorakka avvalgi shartlarda bankka qo'yiladi. Natijada, yil oxirida ushbu summadan $X(1,04)^3$ so'm hosil bo'ladi;

3) shunga o'xshash yarim yilga yil oxirida $X(1,04)^2$ so'm hosil bo'ladi;

4) uchinchi chorakdagi qo'yilma bo'yicha yil oxirida $X(1,04)$ so'm hosil bo'ladi;

5) X so'mlik bankdagi oxirgi qo'yilma qarzni so'ndirish bilan bog'liq ushbu misolning sharti bo'yicha mos keladi.

Shunday qilib, bankka pul qo'yilmasini keltirilgan sxemasi bo'yicha amalga oshirib, investor yil oxirida quyidagi summani oladi:

$$X(1,04)^4 + X(1,04)^3 + X(1,04)^2 + X(1,04) + X = 560 \text{ mln. so'm.}$$

Ushbu tenglamani X bo'yicha echilsa, $X = 103,391$ mln.so'm olinadi.

Savollar

1. Ortirma va diskonlash tushunchasi nimani bildiradi?
2. Pulning boshlang'ich va kelajak bahosi nima?
3. Pul oqimlarini ichki daromad stavkasi va diskonlash nimadan iborat?

Topshiriqlar

1. Pul oqimlarini diskonlash metodikasini amaliy misollarda o'zlashtiring.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

4.4. Pulning vaqt mobaynidagi bahosini hisoblash

Barchaga ma'lum bo'lgan «Vaqt – bu pul» degan ibora pulning nominal bahosidan farqli real bahosini (qiymatini va xarid imkoniyatini) vaqt o'tishi bilan uzluksiz o'zgarishini anglatadi. Boshqacha qilib aytganda, joriy kundagi bir pul birligining real bahosi o'sha pul birligining har qanday o'tgan vaqt davrlaridagi real bahosidan farq qiladi va uning (o'sha pul birligining) kelajakdagi (bir oy, yil va h.k. vaqt muddatlaridagi) real bahosiga teng bo'lmaydi. Shu munosabat bilan o'rinli savol paydo bo'ladi: qanday va nima uchun bunday holat sodir bo'ladi? Ushbu savolga javob topish uchun quyidagi shartli misolni ko'ramiz.

Faraz qilaylik, biz bugungi kunda 1000 so'mga egamiz va bu pul summasini bugunoq sarflashimiz yoki kelajakda iste'mol uchun saqlab qo'yishimiz mumkin. Ikkinchi yo'l bo'yicha ish tutilsa, bu pul summasini o'zimizda harakatsiz saqlab qoldirishimiz yoki bankdagi depozit hisob raqamimizga daromad olish maqsadida investitsiya sifatida qo'yishimiz mumkin. Bunda bizning investision xatti-harakatimiz ko'pdan bank tomonidan beriladigan daromad miqdoriga va bank tizimining ishonchlilik va barqarorlilik darajalariga bog'liq.

Masalan, bank depoziti bo'yicha 20 foiz miqdorida yillik daromad to'lanadi deb olaylik. Unda depozitga qo'yilgan pul summasidan 200 so'mlik (1000 so'mning 20 foizi miqdorida) daromad olishimiz mumkin va bizning umumiy pulimiz 1200 so'mni tashkil etadi. Natijada, bizning hozirgi 1000 so'm pulimizning bir yildan keyingi ekvivalenti 1200 so'm bo'ladi.

Shu munosabat bilan savol paydo bo'ladi: Bank depozitiga pulimizni foiz daromad olish uchun qo'yishimizga bizni nima chorlaydi? Bu savolning javobi 4.1-4.3-paragraflarda keltirilgan investitsiyalar daromadliliği va foiz stavkalarining iqtisodiy mazmunida mujassamlashgan. Foiz stavkasi pul kapitalining bahosi sifatida ikki tarkibdan iborat:

- pulning inflyatsiya darajasidan kelib chiqadigan qadrsizlanishini kompensatsiyalovchi inflyatsion kutish (tahlil va prognoz asosida);

- to'lanadigan real foiz stavka yoki qo'shimcha rag'bat. Bular, birinchidan, investor o'z pullarini investitsiya qilishi uchun minimal baho (narx) sifatida, ikkinchidan, investitsiyani turli risklarga yuz tutgani uchun rag'bat sifatida vujudga keladi.

Yuqorida aytilganlarga asosanib, pul mablag'larini investitsiya qilishning turli variantlarini manfaatlilini baholash va uning negizida asosli investision qaror qabul qilish imkonini beruvchi asosiy formulalarni keltiramiz. Hisoblarni murakkab foizlar sxemasi yordamida amalga oshiramiz (4.2, 4.3 paragraflarga qaralsin).

Ko'rilayotgan misol doirasida hisoblashni quyidagi formula yordamida amalga oshirish mumkin:

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

bunda C – jamg'armalarning kelajakdagi bahosi; PV – birlamchi (boshlang'ich) qo'yilma yoki qo'yilmaning joriy bahosi; r – foiz stavkasi.

Xususan: $C_1 = 1000(1+0,20) = 1200$ so'm.

Agar pul mablag'lar keyingi yilga ham bank depozitida qoldirilsa, unda ikki yildan so'ng quyidagi summani olamiz:

1200 so'm birinchi yil uchun va plyus $1200 \times 0,20 = 240$ so'm ikkinchi yil uchun, jami 1440 so'm. Unda formulani quyidagicha ifodalash mumkin:

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

O'hshash ravishda bu formula vaqtning n -chi davri uchun:

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

bunda r – o'zgarmas miqdor deb olinadi.

Ushbu formula yordamida pul jamg'armasining kelajakdagi (ma'lum n muddatdan keyin) bahosini (agar boshlang'ich qo'yilma har yili r stavkada daromad keltirsa) topish mumkin.

Agar 4.4.1-formulada r o'rniga kutilayotgan inflyatsiya darajasini qo'ysak, unda pulning kelajakdagi bahosini (C_n) topish mumkin. Bu baho, uni pulning joriy bahosi (PV) bilan solishtirilganda, kelajakda pul qanchalik qadrsizlanganini ko'rsatadi.

4.4.1-formuladan kelib chiqib, ma'lum (n) yillardan keyin mavjud (r) stavkada jamg'arma summasini (C_n) ta'minlash uchun zarur bo'lgan boshlang'ich pul qo'yilmasini (PV) hisoblab topish mumkin.

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

Masalan, bank depozitiga qancha pul summasini qo'yish kerakki, uch yildan so'ng belgilangan 25 foizli yillik stavka bo'yicha 5000 so'm daromad olish maqsadida. 4.4.2-formulani qo'llab, 2560 so'm olamiz.

Foizning suzuvchan stavkasida natija boshqacha bo'lishi mumkin. Masalan, yillik 50 foiz daromad keltiruvchi loyihaga investitsiya qilishimiz mumkin. Ammo birinchi yil uchun daromadlar 200 so'm miqdorida, ikkinchi yil uchun esa 400 so'm to'lanadi. Bu holda kelajakdagi daromadlarning joriy bahosini (qiymatini) topish lozim. Buning uchun ham 4.4.2-formulani qo'llash mumkin, lekin bu baho erkin daromadlar miqdoriga bog'liq holda differentsiatsiyalangan (maydalangan) bo'lishi zarurligini hisobga olish kerak, ya'ni:

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

Natija oxirgi ikki yil uchun investitsiyalardan kutilgan daromadlarning joriy bahosi 311 so'mga tengligini bildiradi. Bu natijani ushbu loyihaga investitsiya qilish uchun zarur bo'lgan mablag'larning joriy bahosi yoki alternativ loyihalarga qilinadigan investitsiyalar daromadliligi bilan solishtirishimiz mumkin.

Faraz qilaylik, ushbu loyihaga alternativ bo'lgan loyiha bo'yicha ham investitsiyadan yillik 50 foiz daromad belgilanagan bo'lib, lekin undan (avvalgisidan) farqli quyidagicha daromad to'lash tartibi o'rnatilgan: birinchi yil uchun – 100 so'm, ikkinchi yilda – 500 so'm to'lanadi. 4.4.2-formulani qo'llab, $PV=239$ so'm ekanligini topamiz.

Shunday qilib ko'rinib turibdiki, investitsiyaning birinchi varianti bo'yicha daromadlarning joriy bahosi ikkinchisidan yuqori, demak pul mablag'larini birinchisiga investitsiya qilish maqsadga muvofiqdir.

Aytish joizki, keltirilgan formulalar pulni daromad keltirishi uchun iqtisodiyotda uzluksiz harakatda bo'lishi va shu orqali uning qadrini ta'minlash kerakligini ko'rsatadi.

Amaliyotda pul mablag'lariga bo'lgan talab juda yuqori bo'lishi va u har doim ham to'la qondirila olinmasligi holatlari ko'p uchraydi. Shuning uchun ham bu jarayon bir-biri bilan teng bo'lgan bir necha vaqt oraliqlariga bo'linadiki, bu jarayon davomida pul mablag'lariga bo'lgan umumiy talab teng ulushlarda qoplanadi. Bu hollarda ham pulning joriy va kelajakdagi baholari nisbati to'g'risida tasavvurga ega bo'lish lozim.

Ushbu maqsadlarda qo'llaniladigan formulalarni keltiramiz.

Faraz qilaylik, 10000 so'mni har yili 4 yil davomida yillik 12 foiz daromad keltiruvchi bank depozitiga kiritib boramiz. Agar yillik qo'yilma summasini A deb belgilasak, unda 4 yildan keyingi jamg'arilgan pul summasi quyidagi formula yordamida hisoblanadi:

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

Ya'ni $C_n = 47793$ so'm 28 tiyin.

4.4.3-formuladan kelib chiqib, unga teskari bo'lgan quyidagi formulani olish mumkin.

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

Ushbu formula yordamida konkret (n) yillardan keyin zarur bo'lgan (C_n) summani olish uchun yillik qo'yilmalarning (A) kerakli summasini hisoblab topish mumkin.

Masalan, bankdagi muddatli depozitlar bo'yicha 15 foizli daromad darajasidan kelib chiqib, 5 yil davomida 80000 so'mni jamlashimiz lozim. Depozitga har yili qo'yiladigan qanday pul summasi bizga zarur bo'lgan summani jamg'arish imkonini beradi? 4.4.1-formula yordamida yillik qo'yilmalarning zarur summasini topamiz:

$$A = 80000 \frac{0,15}{(1+0,15)^5 - 1} = 11865 \text{ so'm 24 tiyin.}$$

Kelajakdagi jamg'armalarning joriy bahosini yillik teng qo'yilmalarda topish uchun 4.4.2-formuladagi C parametрни 4.4.3-formula orqali ifodalash lozim. Shu yo'l bilan 4.4.5-formulaga kelamiz.

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

Bu formula yillik qo'yilmalar (A) summasidan kelib chiqib, kelajakdagi jamg'armalarning joriy bahosini (P) hisoblash imkonini beradi. Agar yillik 12 foiz stavkada daromad keltiruvchi jamg'arma hisob raqamiga 4 yil davomida har yili 10000 so'mdan pul kiritib borsak, unda kelajakda 4 yildan keyin 47793 so'm 28 tiyin olamiz (bu natija 3-chi formula yordamida hisoblab topilgan). Endi bu daromadning hozirgi bahosini topishimiz mumkin:

$$PV = 10000 \frac{(1+0,12)^4 - 1}{0,12(1+0,12)^4} = 30378 \text{ so'm } 49 \text{ tiyin}$$

4.4.5-formuladan unga teskari bo'lgan 4.4.6-formulani keltirib chiqarish mumkin:

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

Ushbu 4.4.6-formula yordamida kelajakda ma'lum summani (PV bahosiga ekvivalent bo'lgan) jamg'arish uchun zarur bo'lgan davriy qo'yilmalar summasini hisoblab topish mumkin.

Masalan, 90000 so'mlik kreditni 6 oy davomida oylik 5 foizlik stavka bo'yicha foizlar bilan teng ulushlar to'lash (qaytarish) kerak. 4.4.6-formula bo'yicha qilingan hisoblardan kelib chiqqan holda, oylik to'lovlar summasi quyidagicha bo'ladi:

$$A = 90000 \frac{0,05(1+0,05)^6}{(1+0,05)^6 - 1} = 17731 \text{ so'm } 56 \text{ tiyin.}$$

Keltirilgan barcha formulalar chet el mamlakatlari moliyachilari va bankirlari tomonidan keng qo'llanib kelinadi.

Savollar

1. Pul qo'yilmasining kelajakdagi bahosi qanday hisoblanadi?
2. Zaruriy boshlang'ich pul qo'yilmasi qanday hisoblanadi?

Topshiriqlar

1. Pulning vaqt mobaynidagi bahosini hisoblash metodikasini amaliy o'zlashtiring.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

4.5. Bazaviy qimmatli qog'ozlarning ko'rsatkichlari va ularni baholash

Avval qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarning (veksellar, depozit i jamg'arma sertifikatlar) baholari va daromadliligini ko'ramiz.

Veksellar. Quyidagilarni qabul qilamiz. N – ma'lum t kunga yozib berilgan vekselni so'ndirish qiymati bahosi. Veksel qanday qiymatda sotilishi lozim? Boshqacha qilib aytganda, vekselning qiymat qacha bo'lishi kerak?

Agar vekselni so'ndirish qiymati (yoki narxi) N orttirilgan summa deb olinsa, unda uning hozirgi miqdori (oddiy foizlar sxemasini qo'llaymiz):

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

mos ravishda, veksel va sertifikat bahosi U bo'ladi.

Agar qimmatli qog'oz bank foydasiga yozib berilgan bo'lsa, unda bank uning qiymatini antisipativ foiz stavkasini qo'lab hisoblaydi. Bank uchun veksel va sertifikatning bahosi:

$$U = N(1 - dx \frac{t}{360}).$$

Veksellar yoki sertifikatlar bilan bog'liq operatsiyalar daromadlilikini tahlil qilamiz. Daromadlilik deb qimmatli qog'oz egasining ma'lum vaqt davomidagi yillik foiz stavkada ifodalangan nisbiy daromadi tushuniladi.

Faraz qilaylik, investor qimmatli qog'ozni so'ndirilishiga t_1 kun qolgunchacha sotib olgan va so'ndirilishiga t_2 kun qolganda esa sotib yuborgan ($t_1 > t_2$). Bunday daromadni topamiz. So'ndirilishiga mos ravishda t_1 va t_2 kunlar qolgungacha mavjud bo'lgan depozit foiz stavkalarini t_1 va t_2 orqali belgilab olamiz. Unda sotib olish S_1 va sotish S_2 narxlari quyidagicha hisoblab topiladi:

$$U_1 = \frac{N}{(1 + i_1 x \frac{t_1}{365})} \quad U_2 = \frac{N}{(1 + i_2 x \frac{t_2}{365})}$$

Veksel egasi unga ($t_1 - t_2$) kunlar mobaynida egalik qilganligi uchun sotish va sotib olish narxlari quyidagi ifoda bilan bog'langan:

$$U_2 = U_1 x (1 + i \frac{t_1 - t_2}{365}),$$

Bunda i - veksel egasining yillik daromadi deb olinsa, u quyidagicha topiladi:

$$i = \frac{(U_2 - U_1) x \frac{365}{t_1 - t_2}}{U_1} = \frac{i_1 t_1 - i_2 t_2}{(1 + i_2 x \frac{t_2}{365})(t_1 - t_2)}$$

Daromad i noldan katta bo'lishi uchun $i_1 t_1 > i_2 t_2$ sharti bajarilishi lozim.

Veksel yoki sertifikatni sotish va sotib olish vaqtida bir depozit stavkasi ($i_0 = i_1 = i_2$) amal qiladi deb faraz qilaylik, unda:

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

Bundan vekselni so'ndirilishidan oldin sotilmasa maksimal daromad olish mumkin degan ma'no chiqadi.

Obligatsiyalarning qiymati va daromadlilikini (daromad olish usuliga bog'liq holda) aniqlashda obligatsiyalarning quyidagi har xil turlarini ko'rib chiqamiz:

- nominal qiymatda so'ndiriluvchi oldindan belgilangan kupon (foiz) stavkali obligatsiyalar;

- nominal qiymat bo'yicha so'ndiriluvchi diskont bilan sotiladigan (joylashtiriladigan) nol kuponli obligatsiyalar;

- nominal qiymat bo'yicha so'ndiriluvchi bir maromda ortib boruvchi kupon stavkali obligatsiyalar;

- «frantsuz turidagi» obligatsiyalar (ular bo'yicha daromad ularni egalari qo'lida bo'lgan davridagina to'lab boriladi). Obligatsiyalarning daromatlari uch ko'rsatich asosida belgilanadi:

- 1) daromadlilikning kupon normasi (me'yori) bilan (kuponida ko'rsatilgan foiz stavkasida);

- 2) daromadlilikning joriy normasi bilan (kupon daromadini sotib olish narxiga nisbati bilan);

- 3) daromadlilikning to'liq normasi bilan (obligatsiyadan to'liq foydalanganligidan: foiz daromad olish, ularni kapitalizatsiyasi va nominal qiymatini olish).

Oldindan belgilangan kupon stavkali obligatsiyalar. Ularning qiymatini topishda o'zgarmas cheklangan renta modeli qo'llanilishi mumkin. Bunda rentaning bosh hadi $R = g \times N$ (g – kuponli foiz; N – obligatsiya nominali). Bundan tashqari, obligatsiyaning so'ndirilish summasini hisobga olish lozim. Bunda obligatsiya narxi:

$$U = gxNx \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \cdot i} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

Agar to'lovlar yiliga m marotaba yillik j stavkada hisoblanib amalga oshirilsa, unda

$$U = gxNx \frac{(1 + \frac{j}{m})^{nm} - 1}{(1 + \frac{j}{m})^{nm} \cdot \frac{j}{m}} + \frac{N}{(1 + \frac{j}{m})^{nm}}$$

Obligatsiya daromadlilikining kupon normasi g -ga teng. Daromadlilikning joriy normasi

$$k_r = \frac{gxN}{U}$$

Obligatsiya daromadlilikining to'liq normasini hisoblaymiz.

Bunda qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar bo'yicha daromadlilikni topishdagiga o'hshash yo'l tutamiz. Farz qilaylik, obligatsiya

so'ndirilguniga qadar t_1 yil qolganda U' narxda sotib olingan va so'ndirilishiga t_2 yil qolganda U'' narxda sotilgan.

U' va U'' uchun quyidagi tenglikni olamiz:

$$U'(1+i)^{t_1-t_2} = U'' \Rightarrow i = \left(\frac{U''}{U'}\right)^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1.$$

Agar U' va U'' baholar (narxlar) nazariy ravishda baholarni hisoblash formulasiga mos hisoblab topilsa, unda formula ustida tegishli operatsiyalarni amalga oshirishdan keyin quyidagini olish mumkin:

$$i = \left[\frac{(g(1+i_2)^{t_2} - 1) + i_2 x i_1 (1+i_1)^{t_1}}{(g(1+i_1)^{t_1} - 1) + i_1 x i_2 (1+i_2)^{t_2}} \right]^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1.$$

Endi faraz qilaylik, $t_2=0$, ya'ni obligasiya egasi tomonidan sotilmagan, balki muddatida so'ndirilgan, unda uning daromadlilikgi:

$$i = \left[\frac{i_1(1+i_1)^{t_1}}{g((1+i_1)^{t_1} - 1) + i_1} \right]^{\frac{1}{t_1}} - 1.$$

Bu holda daromadlilik i so'ndirilishiga bo'lgan daromadlilik deyiladi. Formulada kvadrat qavslardagi va darajadagi ifodalar 1 (birdan) katta bo'lsa daromadlilik ma'noga ega.

Nol kuponli obligatsiyalar. Bu obligatsiyalar diskonta bilan sotiladi, ularning bahosi:

$$U = \frac{N}{(1+i)^n}.$$

Bunday obligatsiyalar daromadlilikining joriy normasi nolga teng, chunki $g = 0$. Mantiqan oldingi formulaga o'hshab daromadlilikning to'liq normasini topamiz:

$$i = \left(\frac{U''}{U'}\right)^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1; \quad i = \left[\frac{(1+i_1)^{t_1}}{(1+i_2)^{t_2}} \right]^{\frac{1}{t_1-t_2}} - 1.$$

Daromad xosil bo'ladi, agar quyidagi tengsizlik bajarilsa:

$$(1+i_1)^{t_1} > (1+i_2)^{t_2}.$$

Agar bank depozit stavkasi i_1 vaqt o'tishi bilan o'zgarib ($i_1 = i_2$), unda daromad har doim bo'ladi. Faraz qilaylik, $t_2 = 0$, ya'ni obligasiya o'z egasida so'ndirilgunicha qolgan, unda $i = i_1$ (nol kuponli obligatsiyadan daromad bank depozit stavkasiga teng).

Bir maromda ortib boruvchi kupon stavkali obligatsiyalar. Bunday obligatsiyaning bahosini topishda to'lovlari o'zgarib ortuvchi o'zgaruvchan renta modelini qo'llaymiz. Bunda $R = g \times N$, $E = g \times N$ (g - kupon stavkasi g -ni ma'lum davrdagi ortishi). Unda obligatsiyaning bahosi:

$$U = g x N x \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} + E x \frac{(1+i)^n - (1+in)}{i(1+i)^n} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

Kupon daromadlilik n -chi davr uchun quyidagicha buladi: $g + g'(n-1)$. Joriy daromadlilik:

$$i_t = \frac{[g + g'(n-1)]xN}{U}$$

Daromadlilikning to'liq normasi:

$$i_t = \left[\frac{[g x i_2 [(1+i_2)^n - 1] + g'(1+i_2)^n - (1+i_2)n] + i_2^2 x i_1^2 (1+i_1)^n}{[g x i_1 [(1+i_1)^n - 1] + g'(1+i_1)^n - (1+i_1)n] + i_1^2 x i_2^2 (1+i_2)^n} \right]^{\frac{1}{n-1}}$$

«Frantsuz rentasi» turidagi obligatsiyalar. Bunday obligatsiyalarni baholashda o'zgarmas doimiy renta modeli qo'llaniladi. Ushbu obligatsiyalarni baholash modeli oldindan belgilangan kupon stavkali obligatsiyalarni baholash modeliga o'hshash. Bu modellar bir-biridan faqat «hayot davomiyligi» – «frantsuz rentasi» turidagi obligatsiyalar uchun n cheksizlikka intiladi. Unda bu obligatsiyalarning bahosi:

$$U = \frac{gN}{i}$$

Agar to'lovlar yiliga R marotaba amalga oshirilsa, unda baho:

$$U = \frac{gN}{P[(1+i)^{1/P} - 1]}$$

Daromadlilikning kupon normasi - g . Daromadlilikning joriy normasi:

$$i_r = \frac{g x N}{U}$$

Daromadlilikning to'liq normasi quyidagi ifodadan hisoblanadi:

$$i = \left(\frac{U^*}{U'} \right)^{\frac{1}{n-1}} - 1, \text{ t.e. } i = \left(\frac{i_1}{i_2} \right)^{\frac{1}{n-1}} - 1.$$

Daromadlilik xosil bo'ladi, agar $i_1 > i_2$ bo'lsa va bundan quyidagi xulosa chiqadi: bu hol sodir bo'ladi qachonki, obligasiya i_1 bank stavkasi bo'yicha uning sotilishidagi i_2 bank stavkasidan yuqoriroq stavkada sotib olinsa. Yana ta'kidlash lozimki, obligatsiyalarning sotilishi va sotib olinishi narxlari bank stavkasiga teskari bog'liqlikda bo'ladi.

Aksiyalar. Aksiyaning muomala muddati cheklanmagan bo'lganligi uchun yillik dividendlarni \bar{D} absolyut miqdorda o'zgarmas va bir-biriga teng deb olib, aksiyalarning bahosini aniqlashda doimiy renta modelini qo'llash mumkin. Bu modelda renta hadi $R = \bar{D}$, unda aksiyaning bahosi:

$$U = \frac{D}{i}$$

Aksiya bahosini aniqlashda aksiyalar kursi tushunchasi ishlatiladi. Aksiya kursi Aksiya bahosini uning nominaliga nisbati ko'rinishida topiladi:

$$K = \frac{U}{N} = \frac{D}{N \cdot i}$$

yoki ulushlar birligida, yoki foizlarda (bu holda tenglikning ikkala tomonini 100 foizga ko'paytirish lozim) hisoblanadi. Ba'zi tegishli adabiyotlarda «aksiya kursi» tushunchasida dividendlarni ikki hil ifodalash (absolyut miqdorda va foizlarda) bilan bog'liq bir muncha chalkashliklar mavjud. Bilish kerakki, dividend har doim absolyut (pul birligida) miqdorda ifodalanadi, foizlardagi ifodasi esa dividendning absolyut miqdorini nominal qiymati bilan solishtirishdan kelib chiqariladi.

«Aksiya bahosi» tushunchasini ko'rishda hisoblab topiladigan bahosi nazarda tutilgan. Hisoblab topiladigan bahodan tashqari aksiya yana quyidagi baholarga ega:

- nominal bahoga (nominalga);
- kurs bahoga (aksiyaning bozor bahosi yoki birja narxi sifatida xizmat qiladi);
- buxgalterlik (hisob kitobidagi) balans bahosi.

Nominal – bu aksiyaning birlamchi emissiyasida ko'rsatilgan qiymati.

Aksiyalarning kurs yoki bozor bahosi (narxi) turlicha va har hil formulalar yordamida hisoblab topiladi. Aksiyaning bu bahosini hisoblashda qo'llaniladigan usullardan birida ikki turdagi investorlarni mavjudligidan kelib chiqiladi. Investorlarning bir turi yuqori dividendlarga yo'nalgan bo'lsa, ikkinchi turi esa aksiyalarning bozor bahosini ortishiga intiladi. Shunga mos ravishda, aksiyalarning bozor narxi (bahosi) o'rtacha vaznlashtirilgan summa ko'rinishida aniqlanadi:

$$U_p = x \frac{D}{i} + y U_3, \quad x + y = 1,$$

bunda x – baland dividendlarni orzu qiluvchi investorlar ulushi; y – aksiyalar kurs narxining oshishini hohlovchi investorlar ulushi; U_3 – bo'lib o'tgan savdolarida (savdolarning yopilishi kunida) aksiyalarning ushbu turiga belgilangan bozor bahosi (narxi).

Aksiyalarning bozor narxini hisoblashda x va u qiymatlariga bog'liq holda kurs ($u \approx I$) yoki dividend ($x \approx I$) yondashuv ishlatilishi

mumkin. Lekin na kurs va na dividend yondashuv aksiyalarning real bahosini aniqlashda qoniqarli natija bera olmaydi.

Aksiyalarning kelajakdagi davrlardagi bozor bahosini (narxini) texnik tahlil metodlari yordamida hisoblab topiladi (4.7-paragrafqa qaralsin). Bu metodlarga asosan avvalgi davrlar bo'yicha ma'lum bo'lgan aksiyalarning kurs narxlari statistikasi asosida ushbu aksiyalar kursini kelajakdagi o'zgarishi prognoz qilinadi.

Aksiyalarning balans narxi – bu aksiyadorlik jamiyatining sof aktivlari hajmini (so'mlardagi) uning joylashtirilgan (to'langan) Aksiyalari soniga nisbati. Aksiyadorlik jamiyatning sof aktivlari quyidagicha hisoblanadi: aktivlar (asosiy vositalar, nomaterial aktivlar, oborot mablag'lar) summasi minus jamiyatning qarzlari (kreditorlar bilan hisob-kitoblar, qarz mablag'lari, kelajak davrlar daromadlari). Aksiyalarning balans bahosi har yili bir marotaba yillik balansni yopilishidan keyin hisoblanadi. Ko'pincha aksiyaning bozor narxini hisoblashda uning balans bahosi ishlatiladi.

Aksiyalar daromadlilikligi obligatsiyalarnikiga o'xshash hisoblab topiladi. Daromadlilikning uch ko'rsatkichini ajratib ko'rsatish mumkin:

1) daromadlilikning dividend normasi (foizlarda ifodalangan dividendning aksiya nominaliga nisbati);

2) daromadlilikning joriy normasi (dividendning aksiyani sotib olish narxiga nisbati):

$$i_r = \frac{D}{U} = \frac{D}{U/i} = i;$$

uning miqdori bankning kredit stavkasini ifodalaydi;

3) daromadlilikning to'liq normasi yoki aksiyaga vaqtning Δt davrida egalik qilishdagi daromadlilik. Bunda Δt – yillarning butun bo'lgan soniga martta (kratno) oshirilgan deb faraz qilib, bizga ma'lum bo'lgan sotish narxi U_1 va sotib olish narxi U_2 o'rtasidagi nisbatni qo'llab, quyidagi formulani olamiz:

$$U_1(1+i)^{\Delta t} = U_2,$$

unda

$$i = \left(\frac{\sum_1 D + y_1 U_{12}}{i_1} \right)^{\frac{1}{\Delta t}} - 1.$$

Agar formulada qavslardagi ifoda miqdori 1 (birdan) katta bo'lsa, daromadlilik mavjud bo'ladi.

Faqat dividendlarni hohlovchi investorlar (Aksiyaning kurs narxi o'zgarishini hisobga olmaydigan) uchun Aksiya ko'rsatkichlarini hisoblashni ko'ramiz, ya'ni $x_1 - x_2 = l$, $y_1 = y_2 = 0$. Bunda daromadlilik noldan katta bo'ladi, agar $i_1 > i_2$ bo'lsa, ya'ni bank stavkasi pasayganda daromadlilikni kuzatish mumkin (albatta, o'zgarmas dividendlar miqdorida).

Hozirda barcha mutahassislar tomonidan bir ovozdan aksiyalar kursi ifodasi qabul qilinmoqda.

Yuqorida ta'kidlanganidek, aksiyalar daromadlilikining to'liq normasi uch o'zgaruvchiga bog'liq: dividendlar miqdoriga, bankning ssuda stavkasiga va aksiyaning sotilish narxiga. Bu o'zgaruvchilar aksiyalar bo'yicha noaniq miqdorlar hisoblanadi, obligatsiyalar bo'yicha esa faqat ssuda foizi (nominal va kupon ma'lum) miqdorigina noaniq bo'lishi mumkin. Bu holat (noaniqlik) ishonchsizlikni keltirib chiqarmaydi.

O'zgarmas dividendli va bank stavkali modellar (agar baholanadigan vaqt davrida ularning o'rtacha qiymatlari ishlatilsa) o'zgaruvchan dividendli va bank stavkali aksiyalarni baholashda qo'llanilishi mumkin.

Inflyatsiyaning ta'siri. Inflyatsiya sharoitida pulning harid qobiliyatini o'zgarishi omilini qimmatli qog'ozlarning bahosi va daromadlilikiga ta'sirini hisobga olish lozim.

Faraz qilaylik, h – ulush birligi sifatida ifodalangan inflyatsiyaning o'sishi sur'ati (tempi) bo'lsa, unda $(1 + h)$ – inflyatsiyaning yillik o'sishi.

Yillik real stavka i_p quyidagi tenglikdan aniqlanadi:

$$i_p + 1 = \frac{1 + i_H}{1 + h},$$

bunda i_H - nominal yillik stavka.

Ega bo'lamiz:

$$i_p = \frac{i_H - h}{1 + h}.$$

Tenglikning chap va o'ng taraflarini shunday o'zgartirishga harakat qilamizki, chap tarafida i_H parametr qolsin, o'ng tarafidagi tenglikni saqlab qolish uchun esa i_n parametrni noma'lum z koeffitsientga ko'paytiramiz (uni quyidagi tenglamadan topish mumkin), ya'ni:

$$i_H = \frac{i_n z - h}{1 + h}, \quad z = h + \frac{h}{i_H}.$$

Bunda $r = i_H \times z$ orqali belgilangan stavkani kiritamiz, unda:

$$r = i_H + h + i_H \times h.$$

Stavka r brutto-stavka deyiladi, u inflyatsiyani hisobga oladi. Barcha avvalgi formulalarda inflyatsiyani hisobga olishni kiritsak, i stavkalar o'rniga brutto-stavka r bo'lishi lozim.

Brutto-stavkani oddiy foizlar r_H bo'yicha aniqlaymiz:

$$i_p = (1 + i_{pn}) - (1 + h) \Rightarrow i_{nn} = i_{nn}x - h \Rightarrow x = 1 + \frac{h}{i_{nn}} \Rightarrow r_n = i_{nn} + x,$$

bunda i_{np} – oddiy foizlarning nominal stavkasi.

Odiy foizlar bo'yicha brutto-stavka nominal stavka va inflyatsiyaning o'sish sur'ati summasiga teng, murakkab foizlar bo'yicha brutto-stavka esa – nominal stavka va inflyatsiyaning ortish sur'ati summasini ularning ko'paytmasiga oshirilgan miqdoriga teng.

Savollar

1. Veksellarning bahosi va daromadliliqi qanday hisoblanadi?
2. Bank sertifikatlari bahosi va daromadliliqi qanday hisoblanadi?
3. Obligatsiyalar bahosi va daromadliliqi qanday hisoblanadi?

Topshiriqlar

1. Bazaviy qimmatli qog'ozlar bahosi va daromadliliqini hisoblash metodikasini amaliy masalalarda qo'llang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

4.6. Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning ko'rsatkichlari va ularni baholash

Aksiyalarning yangi emissiyalariga obuna huquqi aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan aksiyadorlarning manfaatlarini ustav fondidagi ulushlarini o'zgartirmasdan saqlab qolishlikka rioya qilish maqsadida chiqariladi. Odatda bir nechta eski (avvalgi emissiyadagi) K aksiyalar aksiyadorlarga yangi chiqarilgan aksiyalarga obuna bo'lish huquqini beradi. Eski aksiyalarning bir donasi bozor narxini P deb olamiz. Bir yangi aksiyaga obuna narxi Π bo'lsa, unda obunaga huquq bahosi:

$$U = \frac{P - \Pi}{K}.$$

Obuna huquqi eski aksiyalar bilan birga muomalada bo'lar ekan, aksiyalarning bozor narxi o'zgaradi:

$$P_{a+n} = P + U = P + \frac{P - \Pi}{K},$$

bunda R_{a+n} – aksiyaning huquq bilan narxi.

Obunaga huquqlar alohida muomalaga kira boshlasa, ularning bozor narxi aksiyalardan qat'iy nazar o'zgarishi mumkin.

Varrant aksiyalarning ma'lum miqdorini ma'lum narxda sotib olish huquqini beradi. aksiyalarning bozor narxi P bo'lsin deb olaylik, varrant bo'yicha belgilangan aksiya narxi Π ($\Pi < P$), bir varrantga V miqdorda aksilarni sotib olish mumkin, unda varrantning bahosi:

$$U_v = (P - \Pi)V.$$

Varrantni chiqarishda varrant bo'yicha belgilangan aksiya narxi (Π), bozor narxidan (P) yuqori bo'lishi mumkin, unda amal qilishning boshlang'ich vaqtida varrant bahosi nazariy bahosidan farq qiladi. Bu holda varrant U_0 narxda sotiladi. Agar aksiyaning bozor narxi vaqt o'tishi bilan ko'tarilsa va varrant bo'yicha belgilangan narxdan oshib borsa, unda uning bahosi nazariy bahoga yaqinlashadi.

Varrantning daromadliligi boshqa qimmatli qog'ozlarga o'hshash aniqlanadi, ya'ni:

$$U'(1+i)^t = U',$$

bunda U' va U'' – sotib olish va sotish narxlari;

Δt – qimmatli qog'ozga egalik qilish vaqti (muddati, davri).

Bundan daromadlilik:

$$i = \left(\frac{U''}{U'} \right)^{\frac{1}{\Delta t}} - 1.$$

Bizning holda $U' = U_0$, $U'' = (P - \Pi) \times V$,

$$i = \left[\frac{(P - \Pi) \times V}{U_0} \right]^{\frac{1}{\Delta t}} - 1.$$

Opsionlar – aksiyalarning ma'lum miqdorini ma'lum narxda va belgilangan muddatda sotib olish yoki sotish huquqini beruvchi kontrakt. Opsion bo'yicha uzun pozisiyani egallagan shaxs (ya'ni sotib oluvchi) bozor kon'yunkturasi yaxshi bo'lmagan holatida kontraktni bajarmaslik huquqiga ega bo'ladi.

Opsionlarning ikki turini ko'ramiz: koll opsion (sotib olishga huquq) va put opsion (sotishga huquq). Xaridor koll opsionni sotib olishda aksiyalar kursini ko'tarilishiga umid qiladi. Agar kontrakt muddatining tugashi momentiga aksiyalar narxi ko'tarilsa ($P > \Pi$), unda koll opsion xaridorining daromadi:

$$D_c = (P - \Pi) - K - U,$$

bunda P – kontraktning tugashi kunidagi aksiyaning bozor narxi;

Π – opsion kontraktida belgilangan aksiya narxi (strayk-narx);

K – opsion kontrakt bo'yicha aksiyalar soni;

Π – opsiyonni sotib olish narxi (opsion bo'yicha rag'bat, ya'ni premiya).

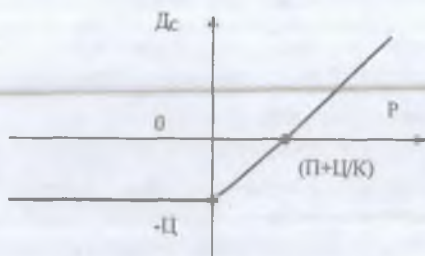
Agar kontraktning tugashi momentiga kelib bozor narxi pasaysa ($P < \Pi$), unda opsiyon egasi aksiyalarni sotib olishdan voz kechadi va bunda u opsiyon narxiga teng summani yo'qotadi:

$$\Delta_c = -\Pi.$$

Koll opsiyon xaridorining daromadi funksiyasi 4.7.1-rasmda keltirilgan. Undan ko'rinib turibdiki, koll opsiyon xaridori uchun u manfaatli, agar aksiyaning bozor narxi quyidagi ifoda miqdoridan ko'p bo'lsa:

$$\left(\Pi + \frac{\Pi}{K}\right),$$

aks holda zarar keltirishi mumkin.



4.7.1-rasm. Koll opsiyon haridorining daromad funksiyasi

Koll opsiyon sotuvchisining daromadi qanday ekanligini tahlil qilamiz. Bunda quyidagi mavjud:

$$\Delta'_c = (\Pi - P)K + \Pi.$$

Koll opsiyon sotuvchisining sinig chiziqlari 4.7.2-rasmda keltirilgan. Agar $P < \Pi$ bo'lsa, uning daromadi o'zgarmas va opsiyon uchun olingan rag'batga teng. $P > \Pi$ bo'lganda, daromad keskin pasayadi (sinig chiziq AA) agarda, koll opsiyon sotuvchisi kontrakga kirgan aksiyalarga ega emas bo'lsa, va unga ularni bozor narxida sotib olish to'g'ri kelsa. Agar opsiyon kontrakti tuzilgan aksiyalar uning tomonidan oldindan Π_0 narxdan sotib olingan bo'lsa, unda Π_0 miqdoriga bog'liq ravishda daromadning sinig chizig'i ham o'zgaradi. Agar $\Pi_0 < \Pi$ bo'lsa, unda daromad 11 sinig chiziq bilan ifodalanadi.

Grafikda chap yarim tekislik put opsiioni xaridori tomonidan kontrakt shartlarini bajarilishi holatiga mos keladi. O'ng yarim tekislik esa aks holatga mos keladi (kontrakt shartlarini bajarishdan voz kechishiga).

Siniq chiziq AA quyidagi holatga mos keladi: put opsiion xaridorida talab qilingan fond instrumentlari bo'lmagan va u kontrakt shartlarini bajarish uchun kerakli aksiyalarni bozordan pasaytirilgan narxda sotib olishga va Π narxda sotishga majbur bo'lganligi evaziga yuqori daromadga ega. Bundan quyidagi xulosa chiqadi: put opsiionini sotib olishda opsiion kontrakti aksiyalariga oldindan ega bo'lmalik foydaliroq, koll opsiionni sotishda esa bu aksiyalarni oldindan sotib olish foydaliroq.

Endi put opsiioni xaridori oldindan talab qilingan fond instrumentini Π_0 narxda sotib olish holini ko'ramiz. Siniq chiziq 11

$$\Pi_0 < (\Pi - \frac{U}{K})$$

holatiga mos keladi. Siniq chiziq 22

$$(\Pi - \frac{U}{K}) < \Pi_0 < \Pi$$

holatiga mos keladi. Siniq chiziq 33 - $\Pi_0 > \Pi$ holatiga mos keladi.

Quyidagi xulosaga kelish mumkin: Π_0 narxda sotib olingan fond instrumenti mavjudligida, ushbu fond instrumentiga put opsiionini sotib olish faqat agar Π , U va K quyidagi shartni qoniqtirsa ma'noga ega, ya'ni:

$$(\Pi - \frac{U}{K}) \Pi_0;$$

aks holda put opsiion xaridori zarar ko'radi.

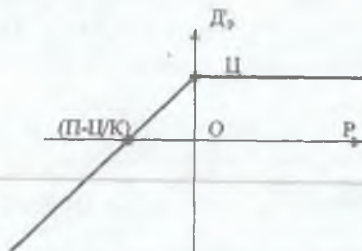
Put opsiioni sotuvchisi daromadi:

$$D'_r = (P - \Pi)K + U.$$

Put opsiion sotuvchisi daromadining siniq chizig'i 4.7.4-rasmda ifodalangan. Bu funktsiyaga mos ravishda, put opsiion sotuvchisi daromadga ega bo'ladi, agarda fond instrumentining bozor narxi quyida keltirilgan ifoda miqdoridan kamaymasa, ya'ni:

$$(\Pi - \frac{U}{K}).$$

Aks holda u zarar ko'radi.



4.7.4-rasm. Put opsiyon sotuvchisi daromadi funksiyasi

Turli kontragentlarning opsiyon kontraktlaridan daromad olish shartlarini hisobga olsak, kontrakt parametrlarini tanlab olish daromadni har qanday holatda ta'minlaydi.

F'yucherslarning daromadlilikligi. F'yuchers kontraktlari daromadlilikligi ancha soddaroq grafik ko'rinishga ega – to'g'ri chiziq'larga. Opsiyon xaridoridan farqli, f'yuchers xaridori f'yuchers kontrakti shartlaridan voz kechishi mumkin emas.

F'yuchers kontraktlaridan daromad olish uchun bir f'yuchers kontrakti sotiladi va bir vaqtning o'zida o'xshash kontrakt boshva narxda sotib olinadi. Bunday narxlar tafovuti evaziga daromad ta'minlanadi.

F'yuchers kontrakti sotuvchisi K dona aksiyalarni Π_1 narxda etkazishga f'yuchersni sotdi deb olaylik. Bunda vaqtning ma'lum bir davrini ohiriga kelib, aksiya narxi bozor narxi (P) bo'lib qoldi. F'yuchers sotuvchisi daromadi bunda quyidagi to'g'ri chiziq bilan ifodalanadi:

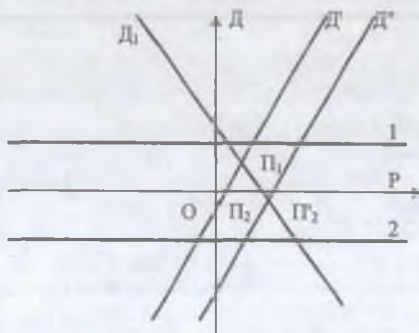
$$D_1 = (\Pi_1 - P)K.$$

To'g'ri chiziq D_1 4.7.5-rasmda ifodalangan.

Bir vaqtning o'zida shu sotuvchi esa Π_2 narxda K dona aksiyalarni sotib olishga o'hshash f'yuchers kontraktini sotib oladi. O'hshash f'yuchers kontraktlarini bir vaqtning o'zida sotish va sotib olish bo'yicha amalga oshirilgan bitishuvlar ofset shartnomalari deyiladi. Ikkinchi kontrakt bo'yicha daromad:

$$D'_2 = (P_1 - \Pi_2)K.$$

$\Pi_2 < \Pi_1$ uchun jami daromad R o'qiga parallel bo'lgan to'g'ri chiziq 1 bilan ifodalanadi. Bu holda f'yuchersning sotuvchisi va xaridori har doim daromadga ega bo'ladi.



4.7.5-rasm. F'yucherslar operatsiyasidagi daromadlar funktsiyasi

Agar $\Pi_2 > \Pi_1$ bo'lsa, unda sotib olingan f'yuchers kontrakti bo'yicha daromad \mathcal{D}_2'' to'g'ri chiziq bilan ifodalanadi. Unda jami daromad $\mathcal{D}_1'' + \mathcal{D}_2''$ to'g'ri chiziq 2 bilan ifodalanadi, ya'ni u har doim manfiy bo'ladi.

Savollar

1. Varrant bahosi va daromadliligi qanday hisoblanadi?
2. Optsion bahosi va daromadliligi qanday hisoblanadi?
3. F'yuchers bahosi va daromadliligi qanday hisoblanadi?

Topshiriqlar

1. Hosilaviy qimmatli qog'ozlar ko'rsatkichlarini hisoblash metodikasini amaliy masalalarda qo'llang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

4.7. Fundamental va texnik tahlil asoslari

Tahlil usullarining rivojlanishi masalalari

Investitsion jarayonning asosiy masalalaridan biri – bu qimmatli qog'ozlar tahlili (*security analysis*) hisoblanib, o'z ichiga qimmatli qog'ozlarning alohida turlarini (yoki guruhlarini) va ularning bozorlarini

o'rganadi. Bunday tahlilning investitsion jarayondagi asosiy maqsadlaridan biri – bu vaqtning tanlab olingan joriy momentida noto'g'ri baholangan qimmatli qog'ozlarni aniqlash.

Hozirda qimmatli qog'ozlarni fundamental (*fundamental analysis*)⁷⁷, texnik (*technical analysis*)⁷⁸ va ularning doirasidagi boshqa turli tahlil usullari mavjud⁷⁹. Har bir usul ma'lum sharoitlarda boshqasiga nisbatan ustun tomonlari va kamchiliklarga ega. Lekin, tahlil amaliyoti shuni ko'rsatadiki, bu usullarning ijobiy taraflari bo'lishiga qaramay, barcha kamchiliklarini to'liq bartaraf qilish mushkuldir. Sabab shundaki:

- jahon globallashuvi sharoitida moliya bozorlari haddan tashqari tez sur'atlar bilan rivojlanmoqda, bunda globallashuv jarayonlarining talablari jadal ravishda ortib bormoqda (I bobga qaralsin);

- milliy moliya bozorlari turli omillar (ichki va tashqi) ta'siriga o'ta sezgir bo'lib, risk va krizislarga moyil bo'lgan holda tez o'zgarib bormoqda, bu sharoitlarda ularning egiluvchan moslashishi, raqobatbardoshlilik va barqarorlik darajalari inertsiya xarakterga ega (I va III boblarga qaralsin);

- moliya bozorlarida moliya injiniringining katta hajmdagi innovatsion mahsulotlari paydo bo'lib, turli oldindan prognoz qilinishi qiyin yangi jarayonlarni keltirib chiqarmoqda va x.k.⁸⁰;

- tahlil amaliyotining asosiy mezonlari obyektivlik, operativlik (tezkorlik), to'liqlik, chuqurlik va adekvat aniqlik bo'lgani uchun yuqorida keltirilgan usullar bu mezonlarni barchasini har doim ham kompleks ta'minlab bera olmaydi. Masalan, tahlilchilar ko'pincha texnik va fundamental tahlillar natijalari nisbati ko'rinishidagi oddiy matematik formulani qo'llaydilar, ammo bunday yondashuv primitiv bo'lib, ikki usul bo'yicha olingan natijalarning oddiy tafovuti miqdorinigina ifodalaydi va qaysi bir usulning obyektiv natija berganligi to'g'risida ma'lumot bermaydi. Qimmatli qog'ozni tahlili chog'ida uni real (fundamental usulga asoslangan) yoki bozor (texnik usulga asoslangan) bahosi hamda uning real va bozor daromadlilikligi ko'rsatkichlari baholanadi, chunki ular fond bozori qatnashchilarini ko'proq qiziqtiradi. Yuqoridagi misoldan kelib chiqib, na texnik va na fundamental, na aralash usul ushbu ko'rsatkichlarning obyektiv bahosini bera olmasligini

⁷⁷ Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.;

⁷⁸ Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок. Учеб.пособие.-2-е изд.-М.: Вита-Пресс, 1999.-400 с.

⁷⁹ Шохаззамий Ш.Ш. Секьюритиметрика. Дарслик.-Т.: Узбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.

⁸⁰ Шохаззамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга. -Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.; Тизимли мoliya инжиниринги.-Т.: Fan va texnologiya, 2012.-796 б.

tushunish qiyin emas. Chunki qimmatli qog'ozning o'z bazisiga ekvivalentlilik darajasi har ikkala usulda har doim aytilgan mezonlar talabiga mos to'liq namoyon bo'lavermaydi, demak, ularning yordamida hisoblangan ko'rsatkichlar obyektiv bo'lmaydi. Ushbu qonuniyatni ko'rish uchun quyidagi nazariy fikr-mulohazalarni keltirish mumkin. Ma'lumki⁸¹, aksiyaning real bahosi fundamental usul yordamida emitentning moliyaviy hisobotlari ko'rsatkichlari asosida hisoblanib, Aksiyani joriy ichki (balans) bahosini ifodalaydi. Lekin aksiyaning bozordagi talab va taklif (bozor kon'yunkturasi) asosida shakllanuvchi bozor narxi aksiyaning real qiymatidan qandaydir mavhumligi bilan farq qilishi mumkin, chunki bozor narxi ko'pincha ko'zga tashlanmaydigan spekuliyativ bozorda vujudga keluvchi sirli tendentsiyalarni ham o'z ichiga oladi. Bunday tendentsiyalar odatda spekuliyativ bozorning oldindan har doim ham to'liq idrok qilib bo'lmaydigan jarayonlarni risklar va turli omillar (jumladan spekuliyativ savdo qatnashchilarining sub'yektiv tarzda hohish va imkoniyatlarining ehtimoliy o'zgarishi, ya'ni refleksivlik nazariyasiga asosan) ta'siri ostida kechishi evaziga xosil bo'ladi. Demak, aksiyaning o'z bazisiga ekvivalentlilik darajasi asosida obyektiv (haqiqiy) bahosini aniqlash muhim ahamiyatga ega (1.1-, 2.1- va 2.2-paragraflarga qaralsin).

Bularning barchasi va boshqa vaqtinchalik idrok qilinishi murakkab bo'lgan omil va jarayonlar tahlil amaliyotining mavjud usullari uzluksiz takomillashuv jarayonida yoki ularning asosida yangilari paydo bo'lib kelmoqda. Bu jarayonning obyektiv mahsuli sifatida qimmatli qog'ozlarni sek'yurimetrik (finansometrik) tahlili usulini alohida ko'rish maqsadga muvofiq (4.8-paragrafga qaralsin), chunki u yuqorida keltirilgan ba'zi holatlarni bartaraf qilishning ozmi ko'pmi imkonini berishi mumkin.

Fundamental tahlil usuli asoslari

Fundamental tahlil mazmunan har qanday moliyaviy aktivning «haqiqiy» (yoki ichki real) bahosi kelajakda aktiv egasi olishi mumkin bo'lgan barcha naqd pul oqimlarining keltirilgan bahosiga teng degan fikrdan kelib chiqadi. Shunga mos ravishda tahlilchi (analitik)-“fundamentalchi” naqd pul oqimlari miqdorini va uni tushum vaqtini aniqlashga intiladi, keyin esa unga mos diskontlash stavkasini qo'llab ularning keltirilgan bahosini hisoblaydi. Aniqroq aytilsa, analitik na faqat diskontlash stavkasini baholaydi, balki kelajakda Aksiya bo'yicha

⁸¹ Сидни Коттл, Роджер Ф Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грема и Долда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.

to'lanadigan dividendlar miqdorini ham pronoz qilishi lozim. Dividendlar miqdorini prognoz qilish firmaning foyda ko'rsatkichlarini bir aksiyaga va dividendlar to'lash koeffitsientiga nisbatan hisoblashga ekvivalent bo'lib, bir vaqtning o'zida diskontlash stavkasiga ham baho berishni taqazo etadi. Firma aksiyasining ichki bahosi aniqlanganidan so'ng bu baho aksiyalarning joriy bozor kursi bilan solishtiriladi. Bundan maqsad bozorda aksiya to'g'ri baholanganligini aqiqlashdan iborat. Agar aksiyaning ichki bahosi joriy bozor kursidan past bo'lsa, unday aksiyani oshirilib baholangan deyiladi, aksincha bo'lsa – past baholangan aksiya deyiladi. Bunda aksiyaning ichki va joriy bozor kursi orasidagi tafovut to'g'risidagi informatsiya tahlilchi uchun muhim ahamiyatga ega. Analitik-fundamentalchilarning fikricha: aksiyani noto'g'ri baholanishining har qanday holati keyinchalik bozor tomonidan to'g'rilanadi: past baholangan aksiyalar kursi tezroq oshadi, oshirilib bahlangan aksiyalarning kursi esa o'rtacha bozor kursiga qaraganda sekinroq o'sadi.

Fundamental tahlil quyidagi yo'nalishlar doirasida amalga oshiriladi:

1. Makroiqtisodiy tahlil, bunda quyidagi omillarni (1.1-, 1.2-, 1.4-paragraflarga qaralsin) hisobga olingan holda iqtisodiyot va moliya bozorining holati (1.6-, 1.7-, 3.1-paragraflarga qaralsin) baholanadi:

- YaIM, bandlik, inflyatsiya, foiz stavkasi, valyuta kurslari va h.k.;

- Hukumatning monetar va fiskal siyosatlarini, ularni bozorga ta'siri, bunda investision muhit va bozorning samarasi aniqlanadi (baholanadi);

2. Industrial tahlil, bunda iqtisodiyotdagi faollik sikli (davri), uning indikatorlari hamda tarmoqlarni faollik darajasiga nisbatan va rivojlanish davrlari bo'yicha tasniflash amalga oshiriladi, umuman olganda tarmoqlarning parametrlarni bozor kon'yunkturasi trendidan og'ishlari tahlil qilinadi va prognozi amalga oshiriladi, tarmoq rivojlanishining sifati tahlil qilinadi;

3. Konkret firma tahlili, bunda firmaning menejmenti holati va rivojlanishi istiqbollari, tashkiliy va biznes faoliyati sharoitlari, korporativ boshqaruvi (siyosati) holati, moliyaviy holati ko'rsatkichlari, biznesi bahosi, bozordagi o'rni va h.k. ko'rsatkichlari tahliliy baholanadi;

4. Qimmatli qog'ozlar qiymatini (narxini) va ularning portfelini modellashtirish. Qimmatli qog'ozlar bahosini modellashtirishda fond bozorining tuzilmasi (1.1-1.3-paragraflarga qaralsin) hisoblanadi. Qimmatli qog'ozlarning kichik miqdori bilan bog'liq bitishuvlar har

kuni amalga oshiriladigan tor bozor ularning sezilarsiz miqdoriga o'ta sezgir bo'lganligi uchun narxlar bunday bozorda boshqarilishi mumkin, ya'ni bir nechta bitishuvlarni amalga oshirish hisobiga kursning kutilgan darajadagi oshishi yoki pasayishiga erishish mumkin. Keng bozorda esa yirik bitishuvlar ham undagi narxlarga unchalik ta'sir ko'rsatmaydi, chunki bunday bitishuvlar har kuni amalga oshiriladi.

Fundamental tahlilning barcha ko'rsatilgan yo'nalishlari doirasida amalga oshiriladigan ko'p sonli va murakkab tahlil majmuasi yuqorida aytilgan mazmuni ifodalaydi va amalga oshirilishini ta'minlaydi.

Aytish joizki, fundamental tahlil usulidan 1974 yilga kelib Benjamin Grexem va Djeyms Ri voz kechib, yangicha yondashuvni ishlab chiqqanlar⁸². Ularning fikricha, fond bozori effektiv (samarali) bo'lganligi sababli, noeffektiv qismlari kamayib bormoqda, bu esa o'z navbatida aniqlanishi mumkin bo'lgan ba'zi noeffektiv kompaniyalar aksiyalari bilan bog'liq. Shu maqqsadda ular bunday kompaniyalarni aniqlash uchun ma'lum kriteriyalar (mezonlar) to'plamini taklif qildilar.

Grexem-Ri yondashuvini mexanik tarzda qo'llash mumkin, chunki firmaning joriy moliyaviy holatini formal tekshirish va moliyaviy hisobotlaridan olingan ba'zi ko'rsatkichlarni firmaning aksiyalarini joriy kursi va daromadlilikini obligatsiyalarning AAA reytingi bilan solishtirishdan iborat. Bunda quyidagi 10-ta sodda savolga «ha yoki yo'q» degan javob berish talab qilinadi.

<i>A. Moddiy rag'bat</i>	<i>B. Risk</i>
<p>1. «Narx-daromad» nisbati AAA reytingli obligatsiyalar daromadlilikining teskari yarim miqdoridan kammi? Masalan, AAA reytingli obligatsiyalar daromadlilikigi 12 foiz bo'lsa, unda teskari miqdori $1/0,12=8,33$, undan yarmisi esa 4,16. Shunday qilib, bu Aksiya uchun savolga javob «ha» bo'lishi holatida uning «narx-daromad» nisbati miqdori 4,16-dan kam bo'lishi kerak.</p>	<p>6. «Qarz-kapital» nisbati 1 (birdan) kammi? Bu nisbat – umumiy qarzni balans hisobotiga mos keluvchi aksiyadorlik kapitaliga bo'linmasi.</p>

⁸² 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 Portfolio Management, 3, no.4 (Summer 1997), pp/62-72; Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ.-М.: Инфра М, 1999.-с.579-580.

<p>2. «Narx-daromad» nisbati miqdori ohirgi besh yil uchun «narx-daromad» nisbatining «o'rtacha» eng katta miqdoridan 40 foiz kammi? Bunda aksiya uchun bir yildagi «narx-daromad» nisbatining «o'rtachasi» – bu aksiyaning o'rtacha yillik narxini shu yil uchun aksiya bo'yicha daromad miqdoriga bo'linmasiga teng.</p>	<p>7. Joriy nisbat 2 (ikkidan) kattami? Bu nisbat – joriy aktivlarni joriy majburiyatlarga bo'linmasi.</p>
<p>3. Aksiya bo'yicha dividend daromadlilik AAA obligasiyalar bo'yicha daromadlilikning 2/3 qismidan kam bo'lmagan miqdoriga tengmi?</p>	<p>8. Umumiy qarz joriy aktivlarning sof bahosini ikkiga ko'paytirilgan miqdoridan kammi? Bunda joriy aktivlarning sof bahosi – bu joriy aktivlar va umumiy qarz ayirmasi.</p>
<p>4. Aksiya narxi bir aksiyaga hisoblangan real balans bahosining 2/3 qismidan kammi? Bunda bir aksiyaga hisoblangan real balans bahosi – bu jami aktivlar va umumiy qarz ayirmasini muomaladagi aksiyalarning umumiy miqdoriga bo'linganiga teng.</p>	<p>9. Ohirgi 10 yilda bir aksiyaga daromadlar o'sishi sur'ati yiliga o'rtacha 7 foizdan kam emasmi? Bunda g o'sish sur'ati $E_0 = E_{10}(1+g)^{10}$ formuladan topiladi (E_0 – ohirgi yil uchun bir aksiya bo'yicha daromadlar, E_{10} – 10 yildan tugaganidan keyingi yil uchun bir aksiyaga daromadlar). Agar savolga «ha» javobini olish kerak bo'lsa, unda g 7 foizdan kam bo'lmashligi lozim.</p>
<p>5. Aksiya narxi bir aksiyaga hisoblangan joriy aktivlarning sof bahosining 2/3 qismidan kammi? Bu baho joriy aktivlar va umumiy qarz ayirmasini muomaladagi aksiyalarning umumiy miqdoriga bo'linganiga teng.</p>	<p>10. 9-chi savoldagi vaqt muddatida (ya'ni 8 yoki undan ko'p yilda) g 5 foizga tengmi yoki kammi? Bunda daromadlilikning yillik o'sish sur'atini 10-ta ko'rsatkichlarini aniqlash kerak, keyin ularning kamida ikkitasi 5 foizdan ko'p bo'lishini tekshirish lozim, masalan, 4 foizga tengligini.</p>

Savollarning birinchi 5-tasi molliiy rag'batga (premiyaga), qolgan 5-tasi esa riskka bag'ishlangan. Bu savollarga javob topishdan maqsad

eng katta «rag‘bat-risk» nisbatiga ega aksiyalarni topishdir. Grexem-Ri bo‘yicha aksiyani sotib olishni taklif qilish uchun barcha savollarga ijobiy javob berishi shart emas. Masalan, avval 6-chi savol bo‘yicha salbiy javob olingan aksiyalarni hisobdan chiqariladi. Keyin 1, 3 yoki 5-chi savolga «yo‘q» degan javob olingan Aksiyalar inobatga oligmaydi. Qolgan aksiyalar esa sotib olish uchun normzod bo‘ladilar.

Qaysi aksiyalarni sotish kerak degan qarorga investor Grexem-Ri yondashuviga asosan kelmoqchi bo‘lsa, ikki hol ko‘rsatiladi: aksiyalar kursi 50 foizga ko‘tarilganida yoki ularni sotib olinganidan ikki yil o‘tsa (bu holatlarning qaysi biri oldinroq sodir bo‘lsa) sotib yuborishi lozim bo‘ladi. Agarda bu ikki hol ham sodir bo‘lmasa, aksiyalar dividend bermasa yoki ko‘rsatilgan savollarga «yo‘q» degan javob bo‘lsa, unda aksiyalar tezdan sotilishi shart bo‘ladi.

Texnik tahlil usuli asoslari

Texnik tahlil mazmunan har qanday moliyaviy aktivning bozor (yoki tashqi) narxini moliya bozori obyektiv baholaydi degan fikrdan kelib chiqadi. Bu usul umuman olganda Aksiyalar bozori kurslari kon‘yunkturasini konkret firma aksiyalari kurslari dinamikasiga prognoz berish uchun o‘rganadi. Bunda avval kurslar dinamikasida sikllar (davrlar) yoki qaytariladigan tendentsiyalarni aniqlash maqsadida oldingi davrlar uchun bozor kurslari tadqiq qilinadi. Keyin esa avvalgi davrlarda aniqlangan tendentsiyalarga o‘hshash joriy tendentsiyalarni aniqlash maqsadida vaqtning ohirgi davri uchun aksiyalar kurslari tahlil qilinadi. Tahlilning ohirida hozirgi mavjud va avvalgi aniqlangan aksiyalar kurslari tendentsiyalari o‘zaro solishtiriladi. Bunda narx trendlari davriy qaytariladi deb qabul (faraz) qilinadi. Shunday qilib, analitik ko‘rilayogan aksiyalar bo‘yicha avvalgi va joriy bozor tendentsiyalarini aniqlagan holda, kurslarning kelajakdagi dinamikasini etarlicha aniq prognoz qilishga ishongan holda tahlil qiladi.

Texnik tahlil yordamida⁸³ fond bozoridagi narxlar dinamikasini iqtisodiy hodisalarning mazmuniga kirmasdan tadqiqini amalga oshirsa bo‘ladi. Uni yana grafik tahlil (grafiklar, gistogrammalar, nuqtali diagrammalar, narxlar harakati, indekslar usuli) ham deyiladi. Bunda fond indekslari bozor holatini yaxshiroq ifodalaydi (4.8 paragrafga qaralsin).

Texnik tahlilni amalga oshirishga quyidagi muhim tahminlarga asoslaniladi:

⁸³ Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб. пособие. -2-е изд.-М.: Вита-Пресс, 1999.-400 с.

- tashqi omillarning har qanday o'zgarishlari qimmatli qog'ozlarni bozor narxlari (kurslari) dinamikasida o'z aksini topadi;

- fond bozoridagi narxlar dinamikasi oldindan idrok qilinadigan ma'lum qonuniyatlarga bo'ysunadi, bunday qonuniyatlar barqaror bo'lishi mumkin;

- qimmatli qog'ozlar kurslarining avvalgi va joriy bozor tendentsiyalarini o'rganish asosida ularning kelajakdagi o'zgarish dinamikasini prognoz qilish mumkin.

Grafik tahlil quyidagi uch asosiy masalani echishda qo'llaniladi – fond bozoridagi narxlar darajasini prognoz qilish; qimmatli qog'ozlarni sotish va sotib olish vaqtining optimal momentini topish; fundamental tahlil natidalarining to'liqligi va to'g'riligini tekshirish.

Taxlil usularini takomillashtirilinishi to'g'risida

Hozirda har ikkala usul bir-birida farqlansada, o'zlarida bir-birlarining u yoki bu komponentlarini qo'llaydilar. Bundan tashqari ular boshqa tahlil nazariyalari unsurlarini ham o'z ichiga olishgan, masalan, «effektiv bozor» modellarini, «ehtimoliy asosda bexosdan qilingan tanlov» konsepsiyasini. Bunga qaramasdan har ikkala usul ham hozirda fond bozorlarini tahlil qilishda bosh mavqega ega bo'lib kelmoqda. Lekin, bu usullar yangi yondashuvlarni paydo bo'lishi evaziga takomillashib bormoqda. Masalan, I.Fisherning foiz stavkalar nazariyasini, Uilyamsning kapital aktivlarni baholash nazariyasini, Naytning aniq bo'lmagan omillar va risklarni sifat tahlili metodini, Markovisning (keyinchalik Sharp, Tobin, Lintner, Mossin, Blek, Shoulzlarning) optimal portfelnii tanlash nazariyasini, CARM modellarini, Elliotning to'liqlinlar nazariyasini, Sorosning refleksiv nazariyasini, Rossning ART modellarini, Molilyani va Millerning nazariyalarini, va h.k. nazariyalarni keltirish mumkin.

Ta'kidlash joizki, texnik tahlil usuli barcha mutahassislar tomonidan oson qo'llanilishi mumkin, fundamental tahlil usulini esa har qanday mutahassis tomonidan oson qo'llashi qiyinroq kechadi. Chunki fundamental tahlil ancha qiyin ish bo'lib, etarli ma'lumotlar bazasini shakllantirishni va mos ravishda moliyalashtirilishni talab qiladi.

Savollar

1. Tahlil usullari qanday rivojlanib borgan?
2. Fundamental tahlil usuli mazmunan nimadan iborat?
3. Texnik tahlil usuli mazmunan nimadan iborat?

Topshiriqlar

1. Fundamental tahlil metodikasini amaliy masalalarda qo'llang.
2. Texnik tahlil metodikasini o'zlashtiring
3. Terminlar lug'atini tuzing.

4.8. Qimmatli qog'ozlarni sek'yurimetrik tahlili

Ushbu bobning 4.7-paragrafidagi aytilganidek, qimmatli qog'ozlarni fundamental⁸⁴, texnik⁸⁵ va ularning doirasidagi boshqa turli tahlil usullari mavjud⁸⁶.

Hozirda tahlil amaliyotining nomlari aytib o'tilgan usullari uzluksiz takomillashuv jarayonida yoki ularning asosida yangilari paydo bo'lib kelmoqda. Masalan, bu jarayonning obyektiv mahsuli sifatida qimmatli qog'ozlarni sek'yurimetrik (finansometrik) tahlili usulini keltirish mumkin.

Qimmatli qog'oz ko'rsatkichlarni obyektiv baholash uchun ularni bazisi ko'rsatkichlariga ekvivalentligi darajasini (C) quyidagi ikki argument funksiyasi deb qabul qilish mumkin:

$$C = f(C_1, C_2), \quad (4.8.1)$$

bunda C_1 – qimmatli qog'oz va uning bazisi daromadlilik ko'rsatkichlari (real va bozor) ekvivalentligi darajasi;

C_2 – qimmatli qog'oz va uning bazisi baholari (bozor va real narxi, kursi) ekvivalentligi darajasi.

Bu funktsiyani (4.8.1) miqdoriy baholash uchun matematikada ma'lum bo'lgan kompleks o'zgaruvchilar nazariyasini qo'llash mumkin. Unga asosan kompleks son (o'zaruvchi) ikki qismdan iborat, ya'ni real va mavhum sondan tarkib topgan bo'ladi. Shunga mos ravishda qimmatli qog'ozning ekvivalentlilik darajasini (ya'ni 4.8.1-formulani) matematik shaklda kompleks o'zgaruvchi (son) ko'rinishida ifodalash mumkin. Demak, bu ifodani qimmatli qog'ozning obyektiv sifat ko'rsatkichi deb qabul qilish mumkin bo'ladi. Bunda kompleks sonning real va mavhum qismlari mos ravishda qimmatli qog'ozning real va bozor ko'rsatkichlarini ifodalaydi. Ya'ni:

$$C_b = r_b + jm_b, \quad (4.8.2)$$

$$Z_d = r_d + jm_d, \quad (4.8.3)$$

⁸⁴ Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.;

⁸⁵ Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб. пособие.-2-е изд.-М.: Витра-Пресс, 1999.-400 с.

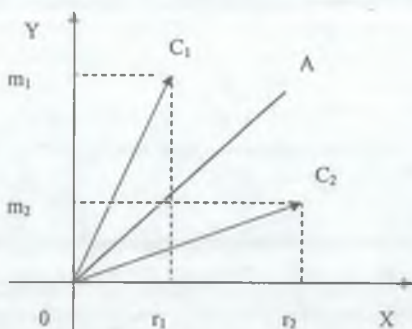
⁸⁶ Шохьязамий Ш.Ш. Секьюриметрия. Дарслик.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.: Как можно оценить «пузырь» на рынке ценных бумаг.//Биржа эксперт, Т., №1, 2010.-с.35-38.

bunda: C_b , C_c – qimmatli qog‘ozning obyektiv bahosi (narxi, kursi) va daromadlilik; r_b , r_d – real narx va daromadlilik; jm_b , jm_d – bozor narx va daromadlilik; formulalardagi + belgisi qo‘shish amalini anglatmaydi.

Formula (4.8.2) va (4.8.3) yordamida r va m o‘zgaruvchilarning ma’lum qiymatlarida C_b va (yoki) C_d ko‘rsatkichlarni hisoblash asosida qimmatli qog‘ozning o‘z bazisiga (yoki bazisni qimmatli qog‘ozga) nisbatan kursi va (yoki) daromadlilikini kam yoki ortiqcha baholanganligi darajasini aniqlash mumkin.

Shunday qilib, yuqoridagi formulalar yordamida r va m qiymatlari asosida C parametrning o‘zgarish dinamikasini grafik ko‘rinishda tahlil qilish mumkin. Buni geometrik interpretasiyada quyidagicha ifodalash mumkin.

Buning uchun 4.8.1-rasmda ko‘rsatilganidek tekislikdagi to‘g‘ri burchakli koordinata sistemasida yuqoridagi funktsiyalarni ifodalaymiz.



4.8.1-rasm. Natijaviy C vektorining geometrik talqini modeli

Quyidagilar shartlarni qabul qilamiz: C parametrni vektor deb olib, uning tekislikdagi yo‘nalishi (r, m) qiymatlarining kesishuv nuqtasiga borib taqaladi (ya‘ni 0 , C_1); Y – mavhum sonlar o‘qi (qimmatli qog‘ozning bozor narxi yoki daromadlilik ko‘rsatkichlari o‘qi), X – real sonlar o‘qi (qimmatli qog‘ozning real narxi yoki daromadlilik ko‘rsatkichlari o‘qi).

Faraz qilaylik, 4.8.1-rasmdagi tekislikda r_1 , m_1 va r_2 , m_2 koordinatali ikki natijaviy C_1 va C_2 vektorlar mavjud bo‘lib, ular OA chizig‘ining (burchagi 45 gradus bo‘lgan) ikki tarafida joylashgan. Bu chiziqni bazisli qimmatli qog‘ozning (qog‘ozlarning) vektorlarda

ifodalangan tekislikdagi ekvivalentlilik potentsialini (potentsiallarni) ajratuvchi shartli chegara deb qabul qilish mumkin. Ya'ni tekislikda bu chiziqning ustiga to'g'ri kelgan (ustma-ust tushgan) vektor qimmatli qog'ozning o'z bazisiga mos ekanligidan (vektor bo'yicha bazis va uning qimmatli qog'ozni potentsiallari aynan ekvivalentligidan) dalolat beradi. Agar vektor ushbu tekislikda to'g'ri chiziqdan pastda joylashgan bo'lsa, bazisning real bahosi (daromadlilik) potentsiali bozor bahosi potentsialidan yuqori hisoblanadi, aks holda esa qimmatli qog'ozning bozor bahosi (daromadlilik) potentsiali bazisning real bahosi potentsialidan yuqoriligini anglatadi. Vektorning chiziqqa nisbatan burchak o'zgarishlariga qarab ekvivalentlilik potentsiali ko'rsatkichini (shu bilan birga risklilik darajasini ham) miqdoriy o'lchash mumkinligi yaqqol ko'rinib turibdi.

Bazisning ekvivalentlilik potentsiali emitentning hatti-harakatiga, qimmatli qog'ozning ekvivalentlilik potentsiali esa investorning bozordagi hatti-harakati, imkoniyati va hohishiga bog'liq. Ko'pincha emitent va investorning vaqtinchalik hohish-imkoniyatlari tufayli hatti-harakatlari bir-biriga mos kelmasligi sababi qimmatli qog'ozning bozor kursi, natijada ekvivalentlilik potentsiali ham, shartli chegaraviy chiziq atrofida tebranib turishini kuzatish mumkin (1.6-paragrafqa qaralsin). Ma'lumki, bunday tebraniشلarning eng yuqori amplitudasini bozor sred asosida yoki muvozanatlovchi mexanizm yordamida (1.7-paragrafqa qaralsin) chegaralab turadi.

Geometrik modeldan (4.8.1-rasm) quyidagi holatlarni ko'rish mumkin.

1. Vektorni $(Y, -X)$ tekisligida (2-chi oktantda) joylashgan holati qimmatli qog'ozning ekvivalentlilik potentsiali bozor tomonidan haddan tashqari yuqori baholanganligini bildiradi, bunda «pufak qilib ishirilgan» qimmatli qog'ozlar bahosi, natijada emitentning bankrotlik holati vujudga keladi.

2. Vektorni $(-Y, -X)$ tekisligida (3-chi oktantda) joylashgan holati qimmatli qog'ozning ekvivalentlilik potentsiali umuman yo'qligidan dalolat beradi, bunda bankrot bo'lgan emitent barcha aktivlarini sotganidan so'ng asosiy kreditorlari manfaatlarini qondirgandan keyin qimmatli qog'ozlari bo'yicha investorlari oldidagi majburiyatini umuman bajara olmaydi, natijada bankrotlik bilan bog'liq defolt vujudga keladi.

3. Vektorni $(-Y, X)$ tekisligida (4-chi oktantda) joylashgan holati qimmatli qog'ozning ekvivalentlilik potentsiali bozor tomonidan haddan

tashqari past baholanganligini bildiradi, bunda «nazardan yiroq», «yashirin potentsialli», lekin potentsiali kelajakda emitentning ijobiy hatti-haraktlari evaziga namoyon bo'lishi mumkinligidan dalolat beradi. Bunda sanasiya jarayonini ijobiy o'tishi holati ham ushbu tekislikda joylashadi.

4. Vektorni (Y, X) tekisligida (1-chi oktantda) joylashgan holati qimmatli qog'ozning ekvivalentlilik potentsiali bozor tomonidan obyektiv baholanganligini bildiradi, bunda qimmatli qog'ozlarning evivalentlilik potentsiali yuqori holati vujudga kelib, ishonchli, spekulativ, tebranuvchan, likvid bahosi hukmron bo'ladi.

Aytish joizki, shartli chegaraviy chiziqqa nisbatan burchakning u yoki bu tarafga o'zgarishi miqdoriga qarab qimmatli qog'ozning risklilik darajasi 2-3-oktanlar ichida eng yuqori hisoblanadi, 4-oktantda esa bu daraja 2-3-oktanlardagidek ko'p bo'lmaydi, lekin 1-oktantdagidan yuqori.

Bir emitentning qimmatli qog'ozni ekvivalentlilik potentsiali darajasini dinamikada tendentsiyasini tahlil qilish uchun tekislikdagi (asosan 1-oktantda) vektorlar ustida kompleks sonlar nazariyasiga binoan ma'lum arifmetik amallar bajarish va xosil bo'ladigan natijaviy vektorga qarab qimmatli qog'oz va uning bazisiga ularning ekvivalentlilik potentsiali nuqtai nazardan baho berish taqazo etiladi.

Ideal holatda natijaviy vektorning ekvivalentlilik potentsiali darajasi (Y, X) tekisligida mukammal hisoblanadi qachonki qimmatli qog'ozning r va m qiymatlari o'zaro mutanosiblikda oshib borsa, ya'ni $r \leq m$ sharti shartli chegaraviy chiziqqa yaqin spred oralig'ida bajarilsa. Spreddan tashqarida qimmatli qog'ozlar asosan birjadan tashqari bozorida muomalada bo'lishi mumkin, uning ichidagi qog'ozlar esa odatda «moviy fishkalar» qatoridan o'rin oladi deb aytish mumkin.

Sek'yurimetrik tahlilning grafik usuli (modeli) quyida keltirilgan masalalarni echishga yordam beradi: qimmatli qog'ozlar bozorida baholar (kurslar) darajasini tahlil qilib prognozini amalga oshirishga; qimmatli qog'ozni sotish yoki sotib olishning optimal vaqtini aniqlashga; fundamental tahlil natijalarining to'g'riligi va to'liqligini tekshirishga va aksincha texnik tahlil natijalarining to'liqligi va to'g'riliginin tekshirishga; qimmatli qog'oz va uning bazisini ekvivalentlilik potentsiali darajasini baholashga; umuman olganda qimmatli qog'ozlar bozori va real iqtisodiyotning o'zaro ekvivalentlilik darajasini baholashga; qimmatli qog'ozlar portfellarini ekvivalentlilik potentsiali nuqtai nazaridan asosiy ko'rsatkichlarini (daromadlilikini,

bahosini, risklilik, ishonchlilik va likvidlilik darajasilarini) baholab asosli tarzda shakllantirish va boshqarishga (bunda optimallashtirish masalalari G.Markovits⁸⁷, U.Sharp⁸⁸ va boshqalar modellari asosida yechiladi).

Sek'yurimetrik tahlil yordamida bozordagi qimmatli qog'ozlarning ekvivalentlilik potentsiali darajalari asosida fond bozorining potentsialini baholash mumkin. Bunda ekvivalentlilik potentsialini natijaviy vektorning miqdoriga (natijaviy yo'naltirilgan kuch sifatida) ko'paytmasi qimmatli qog'ozning quvvati kuchini, bu quvvatlarning yig'indisi esa qimmatli qog'ozlar bozori muhitining quvvati kuchini bildiradi (1.1-paragrafga qaralsin).

Savollar

1. Sek'yurimetrik tahlil usuli nimadan iborat?
2. Sek'yurimetrik tahlil boshqa tahlil usullardan nimalar bilan farqlanadi?
3. Ekvivalentlilik potentsiali nima?
4. Sek'yurimetrik tahlilning geometrik talqini modeli nimaga yordam beradi?
5. Konkret tanlab olingan qimmatli qog'ozning C prametri qanday baholanadi?

Topshiriqlar

1. Sek'yurimetrik tahlil usulini tavsiflang.
2. Sek'yurimetrik tahlilning geometrik modeli yordamida konkret emitentlar aksiyalarini baholang.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

⁸⁷ Markowitz H.M. Mean Variance Analysis in Portfolio Choise and Capital Markets, Basil, Blackwell, 1990.

⁸⁸ Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиция: Пер с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-XII, 1028 с.

V bob. MOLIYA BOZORI EMITENTLARI VA INVESTORLARI, ULARNING SIYOSATI VA ROLI

5.1. Emitentlar, ularning siyosati va moliya bozoridagi roli

Emitentlar – bu qonunchilikda belgilangan tartibda moliyaviy instrumentlarni moliyaviy resurslar (investitsiyalar) jalb qilish maqsadida moliya bozoriga chiqaruvchi tashkilotlar. Keng ma'noda emitent bo'lishi mumkin tashkilotlarga quyidagilar kiradi: davlatning boshqaruv va hokimiyat organlari, xalqaro moliyaviy tashkilotlar, yuridik shaxslar. Bu tashkilotlarning barcha moliyaviy instrumentlarni chiqarishga vakolatli yoki maxsus huquq va majburiyatlarga ega bo'lishi lozim.

Moliyaviy resurslarni jalb qilishda turlicha vositalar qo'llanilishi mumkin: pul, valyuta, kredit, qimmatli qog'ozlar, lotereya, polislar, qimmatbaho metall va toshlar, noyob elementlar va h.k. Bular ichida qimmatli qog'ozlar chiqarish emitentning investision talablarini qondirishning eng samarali vositalaridan biri hisoblanadi.

Moliyaviy resurslarni moliya bozori imkoniyatlaridan foydalangan holda moliyaviy instrumentlar chiqarish orqali jalb qilish emitentlarning eng asosiy maqsadiy vazifasi hisoblanadi. Uning boshqa vazifasi – o'z faoliyati jarayonida moliyaviy oqimlarni optimallashtirish va samarali boshqarish asosida jalb qilingan moliyaviy resurslar (investitsiyalar) daromadlilik va bahosini (qiymatini) oshirib borishdir. Bunda moliya bozori emitentning vazifalarini va emission siyosatini samarali amalga oshirishida, kerakli imidjga (obro'-e'tiborga) ega bo'lishida katta rol o'ynaydi va muhim funktsiya bajaradi.

Emitentlarni quyidagi belgilarga asosan tasniflash mumkin:

1. Tashkiliy-huquqiy shakli bo'yicha: davlat organi, turli mulkchilik asosidagi yuridik shaxs.
2. Faoliyat yo'nalishi bo'yicha: davlat, xalqaro va nodavlat moliyaviy institutlar va nomoliyaviy tashkilotlar.
3. Moliyaviy instrumentlari bo'yicha: davlat, munisipal, xalqaro va nodavlat (korporativ) instrumentlar chiqaruvchi tashkilotlar.
4. Emission siyosati bo'yicha: davlatning iqtisodiy siyosatini (monetar, byudjet-soliq) yurituvchi vakolatli tashkilotlar, xalqaro

iqtisodiy siyosatni yurituvchi tashkilotlar, investision siyosat (strategik, portfel, xorijiy investorlarga qaratilgan) yurituvchi tashkilotlar.

5. Milliyligi bo'yicha: rezidentlar va nerezidentlar.

6. Emission potentsiali bo'yicha: katta, o'rta va kichik hajmda moliyaviy instrumentlarni chiqaruvchi tashkilotlar.

7. Imidji va riski bo'yicha: yuqori, o'rta va kam nufuzli va riskli tashkilotlar.

8. Moliyaviy instrumentlarining jalbdorligi bo'yicha: yuqori, o'rtacha va kam jalbdor emitentlar. Masalan, fond bozorida emitentlar o'zlarining qimmatli qog'ozlari jalbdorligi bo'yicha quyidagicha tasniflanishi va tavsiflanishi mumkin:

«Zangori fishkalar» sarasiga kiruvchi qimmatli qog'ozlar – bozorda barqaror va yuqori kreditlik imkoniyatiga ega yirik kompaniyalar chiqaradi.

«Ikkinchi eshelon aksiyalari» sarasiga kiruvchi aksiyalar – yosh lekin yetarlicha yirik kompaniyalar chiqaradi.

«Markaziy» sarasiga kiruvchi qimmatli qog'ozlar – tarmoqda yetakchi o'ringa ega va tarmoqdagi bosuqa kompaniyalar Aksiyalari bahosiga ta'sir ko'rsatuvchi emitentlar chiqaradi.

«Himoyalovchi aksiyalar» sarasiga kiruvchi qimmatli qog'ozlar – yuqori dividendlar to'lovchi va salbiy kotirovka miqdoriga yo'l qo'ymaydigan yirik kompaniyalar.

«Dastur asosi» («Гвоздь программы») sarasiga kiruvchi qimmatli qog'ozlar – qimmatli qog'ozlarining yuqori likvidlilik darajasini ta'minlovchi emitentlar.

«Rag'batli aksiyalar» sarasiga kiruvchi aksiyalar – kurs narxi (kotirovkasi) bo'yicha yuqori o'rinni egallagan kompaniyalar.

«Yoqimdor aksiyalar» sarasiga kiruvchi aksiyalar – daromadligi bo'yicha «rag'batli aksiyalar» toifasiga yaqin va kurs tafovutini tez oshib borishini ta'minlovchi yosh kompaniyalar.

«Davriy aksiyalar» – aksiyalarning daromadligini o'zining faolligi bilan bog'liq tarzda sinxron o'zgarishi asosida ta'minlovchi kompaniyalar.

«Uhlab yotgan aksiyalar» – bozorni hali egallamagan, lekin o'sishning katta potentsialiga ega aksiyalarni chiqaruvchi kompaniyalar.

«Ishirilgan aksiyalar» – aksiyalari haddan tashqari yuqori baholangan kompaniyalar.

«Spekulyativ aksiyalar» – bozorda yaqinda paydo bo'lgan aksiyalarni chiqaruvchi kompaniyalar (ularni imidji va tarixi yo'q).

«Faol bo'lmagan aksiyalar» – investorlar nuqtai nazaridan nolikvid va qiziqarli bo'lmagan aksiyalar emitentlari.

Yuridik shaxs bo'lgan emitentlar qonun hujjatlarida belgilangan tartibda tuziladi, faoliyat yuritadi, reorganizasiya qilinadi va tugatiladi.

Ma'lum bir mamlakatga nisbatan rezident va norezidentlar hisoblangan emitentlar o'sha mamlakatda o'rnatilgan qonunlar doirasida emission faoliyat yuritadilar. Bu faoliyat doirasida bunday emitent moliyaviy resurslarni (investitsiyalarni) jalb qilish siyosatini amalga oshiradi. Ushbu siyosat emitentning ahvoliga va turiga qarab agressiv va konservativ, strategik va portfel bo'lishi mumkin.

Xalqaro darajadagi emitentlar xalqaro bitishuvlar asosida emission faoliyat yuritadilar. Bu faoliyat doirasida bunday emitent moliyaviy resurslarni (investitsiyalarni) jalb qilish siyosatini amalga oshiradi. Ushbu siyosat emitentning mavqei va turiga qarab regional va milliy iqtisodiyotga qaratilgan bo'lishi mumkin.

Davlat boshqaruvi va hokimiyati organlari mamlakat qonunlari bilan o'rnatilgan vakolatlar, maqsad, vazifa va funktsiyalar doirasida emission faoliyat yuritadilar. Bu faoliyat doirasida bunday emitent moliyaviy resurslarni (investitsiyalarni) jalb qilish siyosatini amalga oshiradi. Ushbu siyosat emitentning ahvoliga, turiga va vakolatiga qarab makromoliyaviy, territorial va tarmoqiy bo'lishi mumkin.

Emitentlarga qo'yiladigan asosiy talablar: transparentlilik (informatsion shaffoflik), ishonchlilik, barqarorlik, raqobatbardoshlilik, moliyaviy xavfsizlik asosida o'z moliyaviy instrumentlarining likvidlilik, daromadlilik, risksizlilik va bazisiga nisbatan ekvivalentlilik darajasini ta'minlashdan iborat.

Emitentning transparentlilik darajasi (ya'ni adekvat informatsion transparentlilik) uning barcha operatsiya lari va ularga oid informatsiyalarning o'zaro adekvatlilik (to'g'riligi, aniqligi, o'z vaqtidaliligi, ishonchliligi) bilan belgilanadi.

Bu indikatorni (ya'ni adekvat informatsion transparentlilikni – $A(T)$) baholash uchun quyidagi mezonni (kriteriyani) qo'llash mumkin:

$\min A(T) = A^T$ (qonun bilan va moliya bozori tomonidan o'rnatilgan tartibda talab qilinadigan informatsiyalar soni va sifati miqdori ko'paytmasi) – A^R (emitent tomonidan real ta'minlab berilgan informatsiyaning soni va sifati miqdori ko'paytmasi).

Bunda informatsiyaning sifat miqdori emitentning moliya bozoridagi imidjini tashkil etuvchi va holati sifatini belgilovchi iqtisodiy (moliyaviy), korporativ boshqaruvi, moliyaviy instrumentlari va boshqa ko'rsatkichlari asosida baholanishi mumkin bo'lgan rentingi va/yoki reytingi yordamida ifodalanadi. Informatsiyalar soni esa emitent tomonidan berilishi lozim bo'lgan hisobotlar va ma'lumotlar miqdoridan kelib chiqadi.

Dunyoning barcha mamlakatlari moliya bozorlarida eng asosiy, salmoqli va sifatli emitent sifatida vakolatli davlat organlari (Moliya vazirligi, Markaziy bank) hisoblanadi. Keyingi o'rinda esa mahalliy hokimiyatlar (meriyalar, munisipalitetlar, hokimiyatlar) turadi.

Davlat organlarining professional emitent sifatidagi faoliyatlari davlat moliyaviy instrumentlarini (milliy valyutasi va qimmatli qog'ozlarini) davlatning iqtisodiy siyosatini yuritish maqsadida chiqarish orqali amalga oshiriladi. Huddi shu maqsadda davlat organlari professional investision faoliyatni va professional moliya instituti operatsiya larini ham amalga oshiradi. Bu faoliyatlar bilan birga vakolatli davlat organlari moliya bozorini tartiblashtirishni (muvofiqlashtirish va nazorat qilishni) amalga oshiradi.

Emitentlar moliya bozorida moliyaviy instrumentlarini chiqaruvchi va ularni real bazisiga bo'lgan ekvivalentlilik darajasini ta'minlovchi institutlar rolini bajaradi. Boshqacha qilib aytganda, emitentlar o'zlarining moliyaviy instrumentlari sifat ko'rsatkichlarini aks ettiruvchi biznes kapitali rolini bajaradi. O'z navbatida bir vaqtning o'zida moliyaviy instrumentlar ularni chiqaruvchi emitentning biznes sifatini aks ettiruvchi bozor kapitali rolini bajaradi. Emitent moliyaviy instrumentlar manbai bo'lib, moliya bozorining investision reseptori (moliyaviy resurslarni qabul qiluvchi va ularni ishlab chiqarishda ishlovchi real kapitalga aylantiruvchi) va moliyaviy instrumentlarni daromad (zarar) bilan ta'minlovchi biznes kapitali (iqtisodiyotning tijorat sub'yekti bo'lsa, davlat organlari bundan mustasno) hisoblanadi.

Qimmatli qog'ozlar emissiyasidagi majburiyatlar bo'yicha javobgarlik emitentlarning zimmasidadir.

Emitentlar qonunchilikka muvofiq investorlar oldida ularga yetkazilgan zarar uchun quyidagi holatlar bo'yicha mulkiy javobgar:

- investorlar talabiga asosan qimmatli qog'ozlar bozorida investorlar huquqlarini himoya qilish to'g'risidagi qonunchilikda belgilangan ma'lumotlarni taqdim qilmaslik yoki noto'g'ri ma'lumotlar taqdim qilish;

- qimmatli qog'ozlar emissiyasining belgilangan tartibini buzish;
- qimmatli qog'ozlarning insofsiz reklamasini amalga oshirganlik, qimmatli qog'ozlarning qonun hujjatlarida belgilangan tartibda ro'yxatdan o'tkazilmagan, chiqarilishining reklamasi, shuningdek muomalada bo'lishi qonun bilan taqiqlangan qimmatli qog'ozlarning reklamasi uchun;

- investorlar bilan ularning qimmatli qog'ozlar bozorida investorlar huquqlarini himoya qilish to'g'risidagi qonun hujjatlarida nazarda tutilgan huquqlarini cheklaydigan, emitentlarning javobgarligini cheklaydigan shartnomalarni tuzish;

- aniqlangan hiyla-nayrang ishlatish faktlari va qimmatli qog'ozlar bozoridagi boshqa qoidabuzarliklar, shuningdek qimmatli qog'ozlar, qimmatli qog'ozlarning emitentlari, qimmatli qog'ozlarga doir narxlar to'g'risida, shu jumladan reklamada qasddan buzib ko'rsatilgan axborotni taqdim etish yo'li bilan investorlarni qimmatli qog'ozlarni sotib olish va sotishga da'vat qilganlik uchun;

- investorlar bilan tuzilgan shartnomalar shartlarini bajarmaganlik yoki lozim darajada bajarmaganlik, shuningdek investor bilan tuzilgan shartnomada qayd etilganidan farq qiladigan shartlarda bitim tuzganlik uchun.

Savollar

1. Emitentlar kimlar va ularning qanday turlarini bilasiz?
2. Emitentlarning qanday siyosatlarini bilasiz?
3. Emitentlarga qanday talablar qo'yiladi?
4. Emitentlarning transparentlik darajasi nima?
5. Emitentlarning investorlar oldida javobgarligi nimalardan iborat?

Topshiriqlar

1. Kompaniyalarning emissiya siyosatini tahlil qiling.
2. Emitentlarning moliya bozoridagi rolini tahlil qiling.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

5.2. Investorlar, ularning siyosati va moliya bozoridagi roli

Investorlar – bu qonunchilikda belgilangan tartibda moliyaviy resurslarni investitsiyalar tarzida emitentlarning moliyaviy instrumentlariga yo'naltirish maqsadida moliya bozoriga chiqaruvchi shaxs va organlarlar. Keng ma'noda investor bo'lishi mumkin shaxs va tashkilotlarga quyidagilar kiradi: davlatning boshqaruv va hokimiyat

organlari, xalqaro moliyaviy tashkilotlar, yuridik va jismoniy shaxslar. Investor bo'lish uchun boshlang'ich investision jag'armalar mavjudligi, investorning investitsion xohish-istagi va moliya bozorida investitsion muhitning yetarli darajada bo'lishligi darkordir.

Investitsiya qilishda turlicha vositalar qo'llanilishi mumkin: pul, valyuta, kredit, qimmatli qog'ozlar, mulk (moddiy va nomoddiy), turli tovar-xom ashyolar va h.k. Bular ichida qimmatli qog'ozlarga investitsiya qilish investorning talablarini qondirishning eng samarali va keng tarqalgan yo'llardan biri hisoblanadi.

Investitsion resurslarni moliya bozori imkoniyatlaridan foydalangan holda foyda olish uchun yo'naltirish investorlarning eng asosiy maqsadiy vazifasi hisoblanadi. Uning boshqa vazifasi – o'zining investision faoliyati jarayonida investitsiyalarining daromadlilikini oshirib borish va risklilik darajasini pasaytirishdir. Bunda moliya bozori investorning vazifalarini va investision siyosatini samarali amalga oshirishida, yetarli darajada rivojlangan bo'lishida katta rol o'ynaydi va muhim funktsiya bajaradi.

Investorlarni quyidagi belgilarga asosan tasniflash mumkin:

1. Tashkiliy-huquqiy shakli bo'yicha: davlat tashkiloti (davlat boshqaruvi va hokimiyati organi), turli mulkchilik asosidagi yuridik shaxslar, jismoniy shaxslar (fuqarolar va vaqtinchalik fuqarolik huquqiga ega emaslar).

2. Faoliyat yo'nalishi bo'yicha: individual va institutsional bo'lgan davlat, xalqaro va nodavlat moliyaviy institutlar va nomoliyaviy tashkilotlar, jismoniy shaxslar.

3. Investision vositalari bo'yicha: pul, valyuta, kredit, mulk, tovar-xom ashyo, qimmatli qog'ozlar va h.k. resurslariga ega bo'lgan investorlar.

4. Investitsion siyosati bo'yicha: davlatning iqtisodiy siyosatini (monetar, byudjet-soliq) yurituvchi vakolatli tashkilotlar, xalqaro iqtisodiy siyosatni yurituvchi tashkilotlar, investision siyosat yurituvchi shaxslar.

5. Milliyligi bo'yicha: rezidentlar (ichki) va norezidentlar (tashqi).

6. Investision potentsiali bo'yicha: katta (institutsional, strategik), o'rta va kichik (minoritar) hajmda investitsiyalarni yo'naltiruvchilar.

7. Riski bo'yicha: yuqori, o'rta va kam riskli investorlar.

8. Strategiyasi bo'yicha: agressiv, konservativ va ularning gibridiga asoslangan investorlar.

9. Investitsiyalar turlari bo'yicha: portfel, to'g'ri investitsiyalar qiluvchi investorlar. Portfelli investorlar spekulativ-portfel va strategik-portfel turida bo'lishi mumkin.

10. Investitsiya muddati bo'yicha: qisqa, o'rta va uzoq muddatli investorlar.

11. Sektorga yo'nalganligi bo'yicha:

- davlat sektoriga investitsiya qiluvchilar;
- bank va moliya sektoriga investitsiya qiluvchilar;
- ishlab chiqarish sektoriga investitsiya qiluvchilar;
- ijtimoiy sektorga investitsiya qiluvchilar va h.k.

Jismoniy shaxs bo'lgan investorlar qonun hujjatlarida belgilangan tartibda investision faoliyat yuritadi.

Yuridik shaxs bo'lgan investorlar qonun hujjatlarida belgilangan tartibda tuziladi, faoliyat yuritadi, reorganizatsiya qilinadi va tugatiladi.

Ma'lum bir mamlakatga nisbatan rezident va norezidentlar hisoblangan investorlar o'sha mamlakatda o'rnatilgan qonunlar doirasida investision faoliyat yuritadilar. Bu faoliyat doirasida bunday investor investitsiyalarini o'ttirish (kamida saqlab qolish) siyosatini amalga oshiradi. Ushbu siyosat investorning axvoliga va turiga qarab agressiv va konservativ, strategik va portfel bo'lishi mumkin.

Xalqaro darajadagi investorlar xalqaro bitishuvlar asosida investision faoliyat yuritadilar. Bu faoliyat doirasida bunday investorlar investision siyosatini amalga oshiradi. Ushbu siyosat investorning mavqei va turiga qarab regional va milliy iqtisodiyotga qaratilgan strategik va portfel ko'rinishda bo'lishi mumkin.

Davlat boshqaruvi va hokimiyati organlari mamlakat qonunlari bilan o'rnatilgan vakolatlar, maqsad, vazifa va funktsiyalari doirasida investision faoliyat yuritadilar. Bu faoliyat doirasida bunday investor investision siyosatini amalga oshiradi. Ushbu siyosat investorning axvoliga, turiga va vakolatiga qarab makromoliyaviy, territorial, tarmoqiy, strategik, portfel bo'lishi mumkin.

Investorlarga qo'yiladigan asosiy talablar: transparentlilik, maxfiylilik, ishonchlilik, barqarorlik, raqobatbardoshlilik, moliyaviy xavfsizlik, faollilik asosida o'z investitsiyalarining likvidlilik, daromadlilik, risksizlilik va bazisiga nisbatan ekvivalentlilik darajasini ta'minlashdan iborat. Odatda, investorlar risklarga moyil bo'ladilar, ularning xatti-harakatlari refleksiv bo'lib, bozordagi investision muhitga va bozor kon'yunkturasiga bog'liq bo'ladi.

Mamlakatdagi investorlarning faollilik darajasi moliya bozorida va umuman iqtisodiyotda muhim ahamiyatga ega bo'lib, bu indikatorni (F) baholash uchun quyidagi mezonni (kriteriyani) qo'llash mumkin:

$min F = SV$ (investitsiya sifatidagi jamg'arma hajmi va investitsiyalar likvidligi ko'paytmasi) – PI (investitsiyalarning bozor narxi va iqtisodiyot uchun zarur bo'lgan investitsiyalar hajmi ko'paytmasi).

Dunyoning turli mamlakatlari moliya bozorlarida investorlarning salmog'i va faolligi har xil darajaga ega bo'lib, bu ko'rsatkichlar asosan investision muhitga ta'sir etuvchi ichki va tashqi omillarga bog'liq.

Davlat organlarining investision faoliyati ularning mamlakatda iqtisodiy siyosatini yuritish maqsadida monetar va fiskal siyosatlari asosida amalga oshiriladi. Huddi shu maqsadda davlat organlari professional investision faoliyatni va professional moliya instituti operatsiya larini ham amalga oshiradi. Bu faoliyatlar bilan birga vakolatli davlat organlari moliya bozorini tartiblashtirishni (muvofiqlashtirish va nazorat qilishni) amalga oshiradi.

Investorlar moliya bozorida moliyaviy instrumentlarga investitsiyalar qiluvchi va ularni real bazisiga bo'lgan ekvivalentlilik darajasini obyektiv belgilovchi shaxs va institutlar rolini bajaradi. O'z navbatida bir vaqtning o'zida investitsiyalar ularni amalga oshiruvchi investorning biznes sifatini aks ettiruvchi bozor kapitali rolini bajaradi. Investor moliyaviy investision resurslar manbai bo'lib, moliya bozorining o'ta ta'sirchan reseptori (moliyaviy instrumentlarni qabul qiluvchi va ularni jamg'arma kapitaliga aylantiruvchi) va investitsiyalarni riskli daromad (zarar) darajasini obyektiv belgilovchi iqtisodiyotning tijorat sub'yekti hisoblanadi. Shuning uchun dunyoning barcha mamlakatlarida investorlarning xaq-huquqlari davlat tomonidan kafolatlanadi, himoyalanaadi va bu borada yetarlicha shart-sharoitlar yaratiladi.

Investitsiyalar obyektini, shakli va miqdorini tanlash mas'uliyati (tavakkalchiligi) investorning o'z zimmasida bo'ladi, shunga muvofiq moliyaviy instrumentlarga, shu jumladan Aksiyalarga qilingan o'z investitsiyalarini himoyalash uchun pirovard mas'uliyat (tavakkal) ham investorning (aksiyadorning) zimmasida bo'ladi.

Jahon moliya bozorining eng faol investorlaridan portfelli investorlar hisoblanib, ularning asosiy faoliyati investitsiyalar portfelinii samarali shakllantirish va boshqarishdir.

Investitsiyalar portfeli – ma'lum bir maqsadli investision siyosat talabiga javob berish asosida shakllantirilgan moliyaviy instrumentlar to'plami. Umuman olganda, investitsiyalar portfeli na faqat moliyaviy instrumentlardan, balki aktivlarning boshqa turlaridan ham iborat bo'lishi mumkin, masalan, ko'chmas mulklardan, kreditlardan, polislardan va h.k. Portfellar jamg'arma va kapitalni jamlash vositasi sifatida namoyon bo'ladi. Investitsiyalar portfelining asosiy maqsadi – investorlar mablag'ini investision obyektlarga (jumladan moliyaviy instrumentlarga) yo'naltirish asosida rejalashtirilgan daromadni past (yuqori) risklarda olish.

Portfelli investorlar – investitsiyalar portfelini shakllantirib boshqaruvchi investorlar.

Yuqorida keltirilgan tasnifda ko'rsatilganidek, portfelli investorlar strategik-portfelli i spekulativ-portfelli bo'lishi mumkin.

Strategik-portfelli investorlar o'z mablag'larini uzoq strategik istiqbolga qarab ko'proq bazaviy qimmatli qog'ozlarning yirik paketlariga yo'naltirsalar, strategik-portfelli investorlar strategiyasi esa bozorda vujudga keluvchi arbitraj imkoniyatlari asosida shakllantiriladi (ya'ni, bozor kon'yunkturasi bo'yicha kurslar tafovutida spekulativ operatsiyalar bajarish evaziga). Strategik-portfelli investorlar asosan ma'lum bir tarmoqdagi kompaniyalar Aksiyalarining nazorat paketiga ega bo'lib, bu tarmoq doirasida o'zlarining strategik investision manfaatlarini asosida strategiyalarini yuritadilar. Bundaylarga, masalan, aralash xoldinglar, moliya-sanoat guruhlar, TNK va h.k. kiradi.

Har ikkala turdagi portfelli investor ham investision mablag'lar, kapital akkumulyatori bo'lib, iqtisodiyotning real sektorini investitsiyalar uchun samarali raqobat asosida rivojlantirish masalasi echimini ta'minlaydi. Bunda har ikkalasining strategiyalari bozor indikatorlariga bog'liq holda amalga oshiriladi.

Spekulativ-portfelli investorlarga investitsiya, pensiya, sug'urta fondlari, moliyaviy kompaniyalar, investision banklar kiradi. Ularning maqsad va manfaatlarini moliya bozorini rivojlantirish bo'yicha jamiyat manfaatlarini bilan obyektiv mos keladi, bozor risklari va bunda jamiyat istaklarini adekvat aks etadi. Bunda ular asosan portfellari bo'yicha yuqori daromadlilik va likvidlilikni ta'minlaydilar, mos ravishda quyidagilar bilan namoyon bo'luvchi rolni bajaradi:

- emitentlar holatining obyektiv «barometri», demak, iqtisodiyotning real sektorini ham;
- moliya bozori orqali real sektor investision loyihalarini moliyalashtirishning arzon va samarali manbai;

- moliya bozori orqali iqtisodiyotning tarmoqlari bo'ylab investision resurslarni samarali taqsimlanishi va qayta taqsimlanishi jarayoni regulyatori.

Umuman olganda, portfelli investorlar o'z kapitalini moliya bozorlari (fond bozorlari) orqali yo'naltirib, milliy iqtisodiyotni obyektiv baholaydi va raqobatli kreditlaydi. Shu bilan ular mablag'larini bir loyihaga to'g'ridan to'g'ri investitsiya qiluvchi investorlardan (qisqacha – to'g'ri investorlar) farqlanadi. To'g'ri investor uchun investision loyiha tarixi va kredit oluvchi kompaniya bilan sheriklik hissiyoti katta ahamiyatga ega bo'lib, portfelli investor (strategik-portfelli investorlardan tashqari, chunki ular tarmoq kompaniyalariga bozor kon'yunkturasiga qarab ko'pincha o'zlarining rivojlanish tartiblarini majburlaydilar) uchun esa bu masalalar unchalik ahamiyat kasb etmaydi.

Savollar

1. Investorlar kimlar va ular qaysi belgilar bo'yicha tasniflanadi?
2. Investorlarning qanday siyosatlarini bilasiz?
3. Emitentlarning faollik darajasi nima?
4. Strategik-portfel investorlarning qanday xususiyatlarini bilasiz?
5. Spekulyativ-portfel investorlarning qanday xususiyatlarini bilasiz?

Topshiriqlar

1. Investorlarning moliya bozoridagi rolini tahlil qiling.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

5.3. Emitent va investorlarning o'zaro bog'liqligi

Moliya bozori (1.1-1.3 paragraflarga va 1.2.1-rasmga qaralsin) infratuzilmasining institutsional tarkibiga emitentlar va investorlarni kirishini ko'rish mumkin. Bu institutlar moliya bozorining boshqa institutlari bilan birgalikda bozorning institutsional tarkibini shakllantiradi. Institutlarning barchasini (ya'ni olti unsurini) o'zaro bog'liqlikdagi faoliyati moliya bozorining samarali funksiyasini ta'minlaydi va industriyasini ifodalaydi. Shundan kelib chiqib, emitentlar va investorlarni alohida o'zaro bog'liklikda ko'rib chiqish maqsadga muvofiq. Chunki moliya bozorida emitentlar moliyaviy instrumentlarini investitsiyalarni jalb qilish maqsadiga alohida «tovar» (moliyaviy yoki fond boyluklar) sifatida taklif qiladi, investorlar esa bu «tovarlarga» (kapitalga) talabgor bo'ladilar (1.1, 1.6, 1.7 paragraflarga, II-chi bobga,

5.1 va 5.2 paragraflarga qaralsin). Ushbu jarayonda emitent va investorlarning samarali faoliyati boshqa institutlar faoliyatiga ham ko'pdan bog'liq. O'z navbatida va shu bilan birga boshqa institutlarning samarali faoliyati ham emitent va investorlarning faoliyatiga bog'liq. Shundan kelib chiqib, emitentlar va investorlar moliya bozorida mos ravishda bir-birlari o'rtasida moliyaviy instrumentlar va moliyaviy resurslar bo'yicha o'zaro almashinish jarayonini amalga oshirishda faol qatnashuvchi institutlar rolini bajaradi. Bunda moliyaviy resurslar moliyaviy instrumentlar tomon harakat qiladi, agarda moliyaviy instrumentlar moliyaviy resurslarni jalb qilish xossasiga ega bo'lsa. Moliya bozori kon'yunkturasiga bog'liq holda moliyaviy resurslar va moliyaviy instrumentlar bir-biriga qarama-qarshi yo'nalishda harakat qiladi, bunda moliyaviy instrumentlar investorlar qo'lida bozor kapitaliga (tovariga) aylanadi, moliyaviy resurslar esa emitentlar qaramog'ida ularning real kapitali bo'lib xizmat qiladi. Shu yo'sinda emitentlar o'zlari chiqargan moliyaviy instrumentlarini o'zlari qaramog'idagi real kapitalga (bazisga) va moliya bozori kon'yunkturasiga bog'liq holda ekvivalentlilik darajasini ta'minlaydilar. Bir vaqtning o'zida investorlar esa o'z qo'llaridagi bozor kapitaliga aylangan moliyaviy instrumentlarini ularning bazisiga va moliya bozor kon'yunkturasiga bog'liq ravishda ekvivalentlilik darajasini ta'minlaydilar. Bunda emitent va investorlar moliya bozorining boshqa institutlari (vositachilari, savdo tizimlari, regulyatorlari, informatsion agentliklar) yordamiga tayanadilar.

Aytish joizki, kompaniyalarda emission siyosat investision siyosatga asoslanib yuritiladi. Investision siyosat esa emission siyosatga tayangan holda amalga oshiriladi. Ya'ni emission siyosat o'zida investision siyosatni mujassamlashtiradi, investision siyosat esa o'zida emission siyosatni mujassamlashtiradi.

Savollar

1. Emitent va investorlar nima uchun bir-birlari bilan bog'liq?
2. Emitent va investorlarning o'zaro bog'liqligini 1.1 va 1.2 paragraflardagi modellar asosida qanday namoyon bo'ladi?

Topshiriqlar

1. Emitent va investorlarning o'zaro bog'liqligidagi faoliyatini moliya bozoridagi ahamiyatini tahlil qiling.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

VI bob. **MOLIYA BOZORI INSTITUTLARI, ULARNING FAOLIYATI VA ROLI**

Moliya bozori (1.1-1.3-paragraflarga va 1.2.1-rasmga qaralsin) infratuzilmasining institutsional tarkibiga emitentlar va investorlar bilan birga savdo tizimlari (ularni alohida VII bobda ko'ramiz), professional qatnashchilari va regulyatorlar (ularni alohida IX bobda ko'ramiz) kirishini ko'rish mumkin. Bu institutlarning barchasini (ya'ni olti unsurini) o'zaro bog'liqlikdagi faoliyati moliya bozorining samarali funktsiyasini ta'minlaydi va industriyasini ifodalaydi. Bunda moliya bozorining professional (malakali) va vakolatli qatnashchilari bo'lmish moliya institutlarini alohida o'zaro bog'liqlikda ko'rib chiqish maqsadga muvofiq. Chunki moliya bozorida professional va vakolatli (davlat moliya organlari) qatnashchilari moliya bozorining normal faoliyatini va funktsiyasini ta'minlaydilar. Ya'ni moliya institutlari va savdo tizimlari emitentlar va investorlarning moliya bozorida mos ravishda bir-birlari o'rtasida moliyaviy instrumentlar va moliyaviy resurslar bo'yicha o'zaro almashinish jarayonini amalga oshirishida malakali tarzda faol qatnashuvchi institutlar rolini bajaradi. Bunda ular investor va emitentlarni o'zaro bog'laydi, manfaatlar mosligi va mutanosibligini moliya bozori kon'yunkturasiga bog'liq holda ta'minlaydilar. Moliya bozorida aynan samarali emission va investision siyosatlar, moliya institutlari va savdo tizimlari faoliyatlariga ko'pdan (sezilarli) bog'liq.

Aytish joizki, moliya bozori qatnashchilari faoliyati sifati va mulki bahosini mos ravishda maxsus informatsion reyting agentliklari, auditorlar va baholovchi kompaniyalar xolisona baholab belgilaydigan institutlar bo'lganligi uchun ularni moliya bozorining alohida xolis professional institutlari sifatida qarash lozim. Chunki bunday institutlar moliya bozori tomonidan tan olingan, lekin unga rasman bo'ysunmaydigan informatsion tashkilotlar hisoblanib, uni obyektiv va foydali informatsiya (axborot va ma'lumotlar, reklama, taqdimot, analitik tadqiqotlar, maslahatlar va xulosalar) va xizmatlar bilan ta'minlaydilar. Misol tariqasida 3.2 paragrafda keltirilgan fond indikatorlarini (indekslarini) belgilovchi institutlarni (*S&P, Reyter, Moody's, GST, Financial Times, AK&M, RTS* agentliklari, *Dow Jones & C^o, Frank Russel Company (Tacoma, WA), Value Line, Rosbizneskonsalting*

kompaniyalari, va h.k.) ko'rsatish mumkin. Ularning har biri o'zining uslubiyatiga ega bo'lib, tahlil natijalari bir-birlari bilan ma'lum darajada korrelyasiyalanadi. Auditorlar moliyaviy hisob va hisobotlarni qonunchilik asosida tekshirib, maslahatlar berib, xulosalar beradilar. Baholovchi kompaniyalar esa mulkni baholaydilar. Umuman olganda ularning faoliyat mahsullari moliya bozori tomonidan hozirgacha tan olinadi va uning uchun zaruriy hisoblanadi.

6.1. Moliya bozorlarida sug'urta tashkilotlarining faoliyati va roli

Umuman olganda, sug'urta – bu moliyaning alohida shakli bo'lib, hayotda va bozor iqtisodiyotida ma'lum bo'lgan risklarni kelishilgan haq evaziga qabul qilib kompensasiyalashdan iborat moliyaviy faoliyat turi hisoblanadi. Moliya bozorida bunday faoliyatni ixtisoslashgan yuridik shaxs maqomiga ega bo'lgan turli mulkchilik shaklida tuzilgan sug'urta tashkilotlari (kompaniyalari) amalga oshiradi. Bunda sug'urta kompaniyalari tijorat tashkilotlari sifatida ma'lum risklarga moyil bo'lganliklari sababli, ular o'zlariga qabul qilgan risklarni boshqa o'xshash, lekin yirik va nufuzli, sug'urta kompaniyalari yordamida qayta sug'urtalaydilar.

Sug'urta kompaniyalari faoliyatining xossa va xususiyatlari evaziga moliya bozori tarkibida alohida segment – integrallashgan sug'urta xizmatlari bozori faoliyat yuritadi va rivojlanadi. Bunda ular na faqat risksizlikni ta'minlovchi institutlar, balki moliyaviy resurslar akkumulyatori va mos ravishda yirik investitsiyalar manbai va investor ham sifatida namoyon bo'ladi. Ta'kidlash joizki, sug'urta kompaniyalari moliya bozorining sug'urta segmentida sug'urta operatsiya larini, boshqa segmentlarida esa moliyaviy investision operatsiya larni amalga oshiradi.

Agar sug'urta kompaniyalari aksiyadorlik kapitali asosida tuzilgan bo'lsa, unda ular aksiyalar emitenti sifatida ham namoyon bo'ladi. Fond bozoridagi emission faoliyati doirasida ular boshqa turdagi qimmatli qog'ozlarni ham belgilangan tartibda chiqarishga haqli.

Ko'rinib turibdiki, sug'urta kompaniyalari banklar va investitsiya institutlari bilan bir qatorda moliya bozorining professional, o'ta zarur, foydali va eng salmoqli qatnashchilaridan hisoblanadi.

Demak, sug'urta tashkilotlari moliya bozoridagi, umuman iqtisodiyotdagi va hayotdagi barcha oldindan noaniq (bashorat qilinishi qiyin bo'lgan) hollar va ehtimoliy qaltis xatti-harakatlarni risksiz

(ma'lum darajada) tarzda boshdan kechirishning ishonchlilik darajasini ulardagi mavjud bo'lgan risk darajalarini kelishilgan haq evaziga pasaytirish orqali ta'minlaydi, natijada moliyaviy resurslar akkumulyatoriga (jamg'armasiga) aylanadi, bu esa ularni katta hajmdagi investitsiyalar manbaiga aylantiradi va institutsional investor sifatida moliya bozorida samarali faoliyat yuritish uchun keng imkoniyatlar beradi. Bu esa moliya bozoringa risksizlik, jalbdorlik, barqarorlik, moliyaviy xavfsizlik darajasini ko'tarishga, samarali investitsion hajmini va jarayoni sifatini oshirishga xizmat qiladi.

Shunday qilib, sug'urta kompaniyalari umuman hayotda va iqtisodiyotda, xususan moliya bozorida quyidagi rollarni bajaradi:

- risksizlikni (sug'urta turlari klassifikatori bo'yicha) ta'minlovchi moliyaviy institutlar;

- moliyaviy resurslar akkumulyatori, yirik investitsiyalar manbai;

- institutsional investor (belgilangan tartibda);

- qimmatli qog'ozlar emitenti (belgilangan tartibda).

Aytilganlarni xalqaro sug'urta bozori va sug'urta operatsiya lari rivojlanishi tendentsiyalari asosida ko'rish mumkin⁸⁹.

Hozirda rivojlangan mamlakatlardagi sug'urta kompaniyalari operatsiya lari va daromadining 60-80 foiziga orasidagi miqdori qimmatli qog'ozlar bozorida shakllanmoqda (ilova 2). Daromadining qolgan qismi esa traditsion sug'urta operatsiya laridan xosil bo'lmoqda. O'zbekistonda ham shunga o'xshash tendentsiyani ko'rish mumkin (ilova 3).

Savollar

1. Sug'urta kompaniyalarining moliya bozoridagi qanday faoliyat turlarini bilasiz?
2. Sug'urta kompaniyalarining moliya bozoridagi roli qanday?
3. Qanday yirik sug'urta kompaniyalarini bilasiz?

Topshiriqlar

1. Sug'urta kompaniyalarining moliya bozoridagi rolini tahlil qiling.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

⁸⁹ Вахобов А.В., Жумаев Н.Х., Бурханов У.А. Халқаро молия муносабатлари. -Т.: Шарк, 2003. -6.347-370.

6.2. Moliya bozorlarida banklarning faoliyati va roli

Umuman olganda, bank – bu moliyaning maxsus faoliyat sohasi bo'lib, moliya bozori orqali pul resurslarini jamlab, ularni iqtisodiyotning turli samarali sub'yektlariga manfaatli taqsimlaydigan alohida moliyaviy institut hisoblanadi. Bunda bank pul va moliyaviy instrumentlar yordamida o'zi bilan bog'liq shaxslar (kreditorlar, egalari-investorlar, joriy operatsion xizmatidan foydanuvchi mijozlar, kredit oluvchilar, sheriklari) risklarini ma'lum (kelishilgan) haq evaziga qabul qilib oladi va jamlangan risklarni manfaatli (foyda olish va foyda bilan ta'minlash maqsadida) difersifikatsiyalash asosida professional boshqaradi. Moliya bozorida bunday faoliyatni ixtisoslashgan yuridik shaxs maqomiga ega bo'lgan turli mulkchilik shaklida tuzilgan banklar amalga oshiradi. Bunda banklar tijorat tashkilotlari sifatida ma'lum risklarga moyil bo'lganliklari sababli, ular moliya bozori orqali o'z risklarini boshqaradilar.

Banklar faoliyatining mexanizmi, xossa va xususiyatlari evaziga moliya bozori tarkibida alohida segment – bank kapitali va xizmatlari bozori faoliyat yuritadi va rivojlanadi. Bunda ular kredit, pul vositalari bilan bog'liq operatsiya lar institutlari, moliyaviy resurslar va instrumentlar akkumulyatori va mos ravishda yirik investitsiyalar manbai, institutsional investor, professional emitent va vositachi sifatida namoyon bo'ladi. Boshqacha qilib aytilganda, banklar moliya bozorining pul, valyuta va kredit (bank kapitali) segmentida tegishli operatsiya larini bajaradi, fond instrumentlari segmentida esa qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq moliyaviy xizmat, emission va investitsion operatsiya larni amalga oshiradi. Bundan tashqari banklar o'z faoliyatlari doirasida ko'chmas mulk bozorida va ipotekaviy xizmatlarni ham ko'rsatadi.

Ko'rinib turibdiki, banklar sug'urta kompaniyalari va investitsiya institutlari bilan bir qatorda moliya bozorining professional, o'ta zarur, foydali va eng salmoqli qatnashchilaridan hisoblanadi.

Aytilgan operatsiya lar negizida davlat (markaziy) banki va tijorat banklari o'zaro bog'liqlikda bank tizimini xosil qilib, markaziy bank boshchiligida moliya bozori orqali iqtisodiyotda kredit-pul (monetar) siyosatini yuritadi. Bu esa moliya bozorining risksizlilik, jalbdorlilik, barqarorlik, moliyaviy xavfsizlik darajasini ko'tarishga, samarali investitsion hajmini va jarayoni sifatini oshirishga xizmat qiladi.

Shunday qilib, banklar umuman iqtisodiyotda, xususan moliya bozorida quyidagi rollarni bajaradi:

- monetar siyosatni ta'minlovchi institutlar;
- iqtisodiyot sub'yektlariga kredit, pul vositalari bilan bog'liq operatsiya lar bo'yicha professional xizmatlar ko'rsatuvchi institutlar;
- moliyaviy resurslar akkumulyatori, yirik investitsiyalar manbai;
- institutsional investor (belgilangan tartibda);
- qimmatli qog'ozlar chiqaruvchi (belgilangan tartibda);
- fond bozorida professional xizmat ko'rsatuvchi institut.

Aytilganlarni xalqaro bank tizimi rivojlanishi tendentsiyalari asosida ko'rish mumkin⁹⁰.

Hozirda rivojlangan mamlakatlardagi banklar operatsiya lari va daromadining 80 foiziga yaqin miqdori qimmatli qog'ozlar bozorida shakllanmoqda. Daromadining qolgan qismi esa traditsion bank operatsiya laridan xosil bo'lmoqda. Bu holatni investitsiya banklari faoliyati misolida ko'rish mumkin.

Investitsiya banki – bu asosan qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiya larga ixtisoslashgan kredit-moliya instituti. Uning maqsadi: moliya bozorlari orqali qo'shimcha pul mablag'larini jalb qilish, o'z mijozlarini (jumladan davlatni) uzoq muddatli kreditlash.

Investitsiya banklari mumtoz ma'nodagi banklardan farqlanib, oddiy banklarga o'xshash ko'p turdagi bank operatsiya larini bajarmaydilar. Odatda ularni investitsion bankirlar deb nomlashadi. Bunda ularning qimmatli qog'ozlar bo'yicha moliyaviy vositachi (qimmatli qog'ozlarni chiqarish va joylashtiruvchi hamda ular bilan bog'liq savdo operatsiya larini amalga oshiruvchi) sifatidagi faoliyati nazarda tutiladi.

Zamonaviy investitsiya banki hozirda na faqat fond bozorlarida qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiya larni bajaradi, balki kompaniyalarni birlashtirilishi (yutib borilishi) va o'zaro birlashishini tashkillashtirish, ipotekani va venchur kapitalini boshqarish bilan ham shug'ullanadi.

Aytish joizki, Farb mamlakatlari qonunlari va statistikasida barcha moliyaviy institutlarni ularning asosiy funktsiyalari bo'yicha farqlanadi. Lekin amaliyotda esa borgan sari tijorat va investitsiya banklari orasidagi farq yo'qolib bormoqda. Bunga misol qilib ko'rsatish mumkinki, masalan, AQShdagi tijorat banklari qonunchilik (1933

⁹⁰ Вахобов А.В., Жумаев Н.Х., Бурханов У.А. Халқаро молия муносабатлари.-Т.: Шарк, 2003.-6.347-370; Максимо В.Энг. Френсис А.Лис, Лоуренс Дж.Мауер. Мировые финансы.-М.: ИКК «ДеКА», 1998.-736 с.

yildagi Glass-Stigal va qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi qonunlar) bilan o'rnatilgan to'siqlarni chetlab o'tib, o'z faoliyatlarini universallashtirish yo'lida bank xoldinglarini, investitsiya korporatsiyalarini tuzganlar va fond bozorida bilvosita faol qatnashganlar. Ko'p yillik bunday samarasiz cheklovchi tajribadan keyin hozirda (2001 yildan boshlab) AQSh banklariga fond bozoridagi qo'yilgan to'siqlar olib tashlangan.

Investitsiya banklari turli mamlakatlarda ma'lum xususiyatlarga ega. Masalan, Buyuk Britaniyada – turli profilli investitsiya kompaniyalari, savdo banklari. Bunda savdo banklari oddiy bank operatsiya laridan tashqari, aksiyadorlik kompaniyalari, pensiya fondari, sug'urta kompaniyalari qimmatli qog'ozlarini boshqarish bilan ham shug'ullanadi.

Fransiyada esa biznes-banklar, investitsiya uylari, Germaniyada – investitsiya jamiyatlari, Yaponiyada – trust-banklar va shahar banklari misol bo'la oladi.

Hozirda dunyoning eng yirik investitsiya banklari quyidagilar hisoblanadi⁹¹: *HSBC Holdings* (Buyuk Britaniya), *Chase Manhattan Corp.* (AQSh), *Credit Agricole Group* (Fransiya), *Citicorp.* (AQSh), *Bank of Tokyo-Mitsubishi* (Yaponiya), *Deutsche Bank* (Germaniya), *Bank America Corp.* (AQSh), *ABN AMRO Bank* (Gollandiya), *Sumitomo Bank* (Yaponiya), *Dai-Ichi Konquo Bank* (Yaponiya) va h.k.

Shunday qilib, banklarning moliya bozoridagi faoliyat turlarini quyidagicha tizimlashtirish mumkin.

1. Banklar moliya bozorining quyidagi segmentlarida faoliyat yuritadilar: valyuta, qimmatli qog'ozlar, pul-kredit (jumladan ipoteka kreditlari), qimmatbaho metallar va toshlar (jumladan san'at asarlari).

2. Ko'chmas mulk bozorida vositachi, rieltor, ishonchli boshqaruvchi (trust), ipotekaviy investor sifati faoliyat ko'rsatadi.

3. Valyuta bozorida: diler va broker (trejder, jumladan valyuta operatori). Bunda spot va muddatli bozorlarda ishtirok etadi.

4. Pul-kredit bozorida: pul hisob raqamlari va pul vositalari (cheklar, kartochkalar va h.k.) bo'yicha mijozlarga operatsion xizmat ko'rsatish; kredit berish va olish; bo'lak kreditorlarning kredit transhlari bo'yicha operator bo'lish va h.k.

5. Qimmatli qog'ozlar bozorida: emitent (emissiyalanuvchi va emissiyalanmaydigan turlari bo'yicha); institutsional investor (o'zining investitsiyalarini boshqarish bo'yicha) va kollektiv investor (mijozlarining investitsiyalarini boshqarish bo'yicha); professional

⁹¹ Top 1000. *The Banker*.-1998.-July.-p.131.

institut (broker, trayder, diler, anderrayter, trast, konsalting, kliring, depozitariy, transfer-agent va h.k.).

Moliya bozorida sanab o'tilgan faoliyat turlarini universal banklar amalga oshiradi.

Savollar

1. Banklarning moliya bozoridagi qanday faoliyat turlarini bilasiz?
2. Banklarning moliya bozoridagi roli qanday?
3. Investision banklarning faoliyati nimadan iborat?

Topshiriqlar

1. Banklarning moliya bozoridagi rolini tahlil qiling.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

6.3. Moliya bozorlarida investitsiya institutlarining faoliyati va roli

Umuman olganda, investitsiya instituti – bu moliyaning alohida faoliyat sohasi bo'lib, moliya bozorining fond segmentida qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiya lar bo'yicha malakali xizmatlar ko'rsatuvchi moliyaviy institut hisoblanadi. Boshqacha qilib aytilganda, fond (qimmatli qog'ozlar) bozorida professional faoliyat qimmatli qog'ozlarni hayot ssiklidagi jaryonda sodir (talab) bo'ladigan xizmatlarni belgilangan tartibda ko'rsatish bo'yicha tadbirkorlik faoliyati hisoblanadi. Qimmatli qog'ozlar bozorida bunday faoliyatni ixtisoslashgan yuridik shaxs maqomiga ega bo'lgan, turli mulkchilik shaklida tuzilgan, maxsus litsenziyaga (ruxsatnomaga) ega bo'lgan investitsiya institutlari amalga oshiradi.

Investitsiya institutlari faoliyatining mexanizmi, xossa va xususiyatlari evaziga fond bozori infratuzilmasi tarkibida alohida malakali xizmatlar bozori faoliyat yuritadi va rivojlanadi. Bunda ular qonun hujjatlarida belgilangan tartibda moliyaviy resurslar (jamg'armalar) va instrumentlar (qimmatli qog'ozlar) bilan bog'liq operatsiya lar institutlari, moliyaviy resurslar va instrumentlar akkumulyatori va hisobchisi, mos ravishda yirik investitsiyalar manbai, institutsional investor, professional emitent va vositachi sifatida namoyon bo'lishi mumkin.

Ko'rinib turibdiki, investitsiya institutlari banklar va sug'urta kompaniyalari bilan bir qatorda moliya bozorining professional, o'ta zarur, foydali va eng salmoqli qatnashchilaridan hisoblanadi.

Bu esa moliya bozorining, xususan qimmatli qog'ozlar bozorining, risksizlilik, jalbdorlilik, barqarorlik, moliyaviy xavfsizlik darajasini ko'tarishga, samarali investitsion hajmini va jarayoni sifatini oshirishga xizmat qiladi.

Shunday qilib, investitsiya institutlari umuman iqtisodiyotda, xususan qimmatli qog'ozlar (fond) bozorida quyidagi rollarni bajaradi:

- iqtisodiyot sub'yektlari va aholiga qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiyalar bo'yicha professional xizmatlar ko'rsatuvchi institutlar;

- moliyaviy resurslar va instrumentlar akkumulyatori, yirik investitsiyalar manbai;

- institutsional investor (belgilangan tartibda);

- qimmatli qog'ozlar emitenti (belgilangan tartibda).

Hozirda rivojlangan mamlakatlardagi investitsiya institutlari operatsiyalari jahon fond bozorlarining barcha qismini qamrab olgan.

Qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchilarining ijroiya organlari rahbarlari, xodimlari va ichki nazoratchisi qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan beriladigan malaka guvoxnomalariga ega bo'lishlari kerak. Malaka guvohnomasining amal qilish muddati turli mamlakatlarda har xil bo'ladi, masalan, O'zbekistonda – uch yil.

Dunyoning turli mamlakatlarida investitsiya institutlarining faoliyat turlari o'zgacha nomlanadi, lekin ular mazmunan o'xshash. Masalan, jahon amaliyotida faoliyat turlari quyidagicha nomlanishish mumkin: diler, broker, boshqaruvchi kompaniya, depozitariy, kliring va h.k.

O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida esa quyidagi *professional faoliyat* turlari amalga oshiriladi:

- investitsiya vositachisi faoliyati;

- investitsiya maslahatchisi faoliyati;

- investitsiya fondi faoliyati;

- boshqaruvchi kompaniya faoliyati;

- depozitariy faoliyati;

- hisob-kliring palatasi (tashkiloti) faoliyati;

- transfer-agent faoliyati (litsenziyalanmaydi);

- qimmatli qog'ozlar bo'yicha birjadan tashqari savdolar tashkilotchisi faoliyati.

Qimmatli qog'ozlar bozorida qonun hujjatlariga muvofiq professional faoliyatning boshqa turlari ham amalga oshirilishi mumkin, masalan, nominal saqllovchi (depozitariy bajaradi).

Qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyatni amalga oshiruvchi investitsiya fondi faqat ochiq Aksiyadorlik jamiyati shaklida tuziladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyatni amalga oshiruvchi yuridik shaxslarni tuzish, faoliyat ko'rsatish va tugatish tartibi, ushbu Qonunning qoidalari hisobga olingan holda, qonun hujjatlari bilan belgilanadi.

Keltirilgan faoliyat turlariga qisqacha tavsif beramiz.

Qimmatli qog'ozlar bozorida *investitsiya vositachisi* faoliyatiga brokerlik va dilerlik faoliyatlari kiradi.

Topshiriq shartnomalari yoki vositachilik haqi asosida yoxud bitimlar tuzish uchun berilgan ishonchnoma asosida ish olib borib, vakolatli shaxs yoki vositachi sifatida qimmatli qog'ozlar yuzasidan fuqarolik-huquqiy bitimlarni amalga oshirish brokerlik faoliyati hisoblanadi.

Brokerlik faoliyatida operatsiya lar asosan mijoz nomidan (topshirig'iga binoan) va mijoz hisobidan bajariladi.

Mijozlarning qimmatli qog'ozlarga sarmoya kiritish uchun brokerga berilgan pul mablag'lari, shuningdek broker tomonidan mijozlar bilan tuzilgan shartnomalar asosida amalga oshirilgan bitimlardan olingan pul mablag'lari broker tomonidan bankda ochiladigan alohida bank hisob raqam(lar)ida (maxsus brokerlik hisob raqamida) saqlanishi kerak.

Agar brokerlik xizmati ko'rsatish shartnomasida ko'zda tutilgan bo'lsa, broker mijozga uning pul mablag'lari hisobiga topshiriqlarni bajarish yoki mijoz talabiga ko'ra ularni qaytarib berishni kafolatlagan xolda, maxsus brokerlik hisob(lar)idagi mijozlarning pul mablag'laridan o'z manfaatlari uchun foydalanish huquqiga ega.

Brokerga o'z manfaatlari yo'lida foydalanish huquqini bergan mijozlarning pul mablag'lari, unga o'z manfaatlari yo'lida foydalanish huquqini bermagan mijozlarning pul mablag'lari saqlanadigan maxsus brokerlik hisob raqam(lar)idan boshqa maxsus brokerlik hisob raqam(lar)ida saqlanishi kerak.

Broker o'zining shaxsiy pul mablag'larini maxsus brokerlik hisob raqam(lar)iga o'tkazish huquqiga ega emas, ushbu modda bilan belgilangan tartibda mijozga qaytarib berish va/yoki unga qarz berish hollari bundan mustasno.

Broker maxsus brokerlik hisob raqam(lar)ida turgan xar bir mijozning pul mablag'larining hisobini yuritishga va mijozga hisobot berishga, shuningdek, topshirig'i bo'yicha aksiyasiga egalik qilayotgan shaxs bilan tuzilgan shartnomaga muvofiq va uning topshirig'i bilan qimmatli qog'ozlar bo'yicha operatsiya lar va bitimlarni amalga oshirishga majbur.

Maxsus brokerlik hisob raqam(lar)ida turgan mijozlarning pul mablag'lari brokerning majburiyatlari yuzasidan undirilishi mumkin emas.

Muayyan qimmatli qog'ozlarni sotib olish va/yoki sotish narxlarini oshkora e'lon qilish hamda ushbu qimmatli qog'ozlarni e'lon qilingan narxleri bo'yicha sotib olish va/yoki sotish majburiyatini olish yo'li bilan o'z nomidan va o'z hisobidan qimmatli qog'ozlarga doir oldi-sotdi bitimlarini tuzish dilerlik faoliyati hisoblanadi. Qimmatli qog'ozlar bo'yicha dilerlik faoliyatini amalga oshiruvchi qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchisi diler deb nomlanadi.

Narxlardan tashqari diler qimmatli qog'ozlarning oldi-sotdi shartnomasiga boshqa muhim shartlarni ma'lum qilish huquqiga ega: olinayotgan/sotilayotgan qimmatli qog'ozlarning minimal yoki maksimal miqdori, shuningdek e'lon qilingan narxlar amal qiladigan muddat. E'londa boshqa muhim shartlar ko'rsatilmasa, diler o'z mijozi taklif qilgan muhim shartlar bo'yicha shartnoma tuzishga majbur. Diler shartnoma tuzishdan bosh tortishi hollarida, uni shunday shartnoma tuzishga majbur qilish va/yoki mijozga yetkazilgan zararlarni qoplatish to'g'risida da'vo qo'zg'atilishi mumkin.

Investitsiya vositachisi o'zining harakatlari yoki harakatsizligi tufayli mijozlariga yetkazilgan zararni qoplashi shart.

Investitsiya vositachisining korxonalari va tashkilotlarini Yagona davlat reestridan chiqarish faqat uning mijozlariga ajratilgan pul mablag'lari va qimmatli qog'ozlarni qaytarish bilan bog'liq taomillar bajarilganidan so'nggina qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organining yozma tasdig'i asosida amalga oshiriladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorini va uning ishtirokchilarini tahlil etish va istiqbolini aniqlash, moliyaviy vositalarni (moliyaviy

majburiyatlarni) ekspertiza qilish, ishlab chiqish va tavsiya etish bo'yicha xizmatlar ko'rsatish, qimmatli qog'ozlar chiqarish, ularni joylashtirish va muomalaga kiritish, mutaxassislarni qayta tayyorlash, shuningdek yuridik va jismoniy shaxslar investitsiya siyosatini amalga oshirishlari xususida maslahatlar berish sohasidagi xizmatlar qimmatli qog'ozlar bozorida *investitsiya maslahatchisining* faoliyati, deb e'tirof etiladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorida investitsiya maslahatchisi faoliyati bilan shug'ullanuvchi qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchisi investitsiya maslahatchisi deb nomlanadi. Yuridik yoki jismoniy shaxs investitsiya maslahatchisi bo'lishi mumkin.

Investitsiya maslahatchisi mijozga muayyan qimmatli qog'ozlarni sotib olish yoki sotish bo'yicha tavsiyalar taqdim etish, shuningdek mijozga investitsiya qarorini o'zi mustaqil qabul qilishi uchun zarur axborotni taqdim etish huquqiga ega.

Maslahat xizmatlari ko'rsatilganida, bajarilgan ishlar dalolatnomasida muvofiq yozuvlar ko'rsatiladi, mijozga taqdim etilgan hujjatlarning nusxalari esa investitsiya maslahatchisida qonun hujjatlarida belgilangan tartibda saqlanadi.

Investorlarning pul mablag'larini ishga solish maqsadida aksiyalar sotib oladigan va chiqaradigan hamda mablag'larni fond nomidan qimmatli qog'ozlarga, mas'uliyati cheklangan jamiyatlar ulushlariga, banklardagi hisobvaraqlarga va omonatlarga qo'yadigan yuridik shaxs *investitsiya fondidir*.

Investitsiya fondlarining mablag'larni bunday qo'yish bilan bog'lik tavakkalchiligi, bu mablag'larning bozordagi qadri o'zgarishidan keladigan daromad va ko'riladigan zarar to'la-to'kis ushbu fond egalari (aksiyadorlari) hisobiga o'tkaziladi va ular tomonidan fond aksiyalarining joriy narxlariga o'zgarishi hisobiga realizatsiya qilinadi.

Banklar va sug'urta kompaniyalari investitsiya fondlari bo'la olmaydi.

Investitsiya fondi boshqa tashkiliy-huquqiy shakllarga qayta tuzilishi mumkin emas. Investitsiya fondini qayta tashkil etish qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi bilan kelishilgan holda amalga oshiriladi.

Investitsiya fondining litsenziyasi amal qilishini tugatish yoki litsenziyasini bekor qilish investitsiya fondining faoliyati tugatilishiga va litsenziyasini amal qilishini yoki bekor qilinishi to'g'risida qaror qabul qilingan kundagi bozor narxida, lekin bu hol sodir bo'lgan sanadan

oldingi olti oy ichidagi o'rtacha narxdan kam bo'lmagan narxda fond aksiyadorlariga ularning mablag'larini qaytarib berishga olib keladi.

Investitsiya fondini korxonalar va tashkilotlar yagona davlat reestridan chiqarish faqat ushbu moddada ko'rsatilgan jarayonlar tugaganidan so'ng, qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organining yozma tasdig'i asosida amalga oshiriladi.

Yuridik shaxsning egalik qilish uchun o'ziga berilgan va boshqa bir shaxsga tegishli bo'lgan, mazkur shaxs yoki bu shaxs ko'rsatgan uchinchi shaxslar manfaatlarini ko'zlab:

- qimmatli qog'ozlarni;

- qimmatli qog'ozlarni sarmoyalashga mo'ljallangan pul mablag'larini;

- qimmatli qog'ozlarni boshqarish jarayonida olinadigan pul mablag'lari hamda qimmatli qog'ozlarni haq evaziga boshqarish vakolatini muayyan muddat davomida o'z nomidan amalga oshirishi qimmatli qog'ozlarni *boshqarish sohasidagi* faoliyat hisoblanadi.

Qimmatli qog'ozlarni boshqarish faoliyatini amalga oshirish tartibi qonun hujjatlari va shartnomalar bilan belgilanadi.

Qimmatli qog'ozlarni ishonchli boshqarish bo'yicha faoliyatni amalga oshiruvchi qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchisi *boshqaruvchi kompaniya* deb nomlanadi.

Ishonchli boshqaruvga berilgan investitsiya aktivlari bilan bitimlarni boshqaruvchi kompaniya o'z nomidan amalga oshiradi, bunda u boshqaruvchi kompaniya sifatida harakat qilayotganligini ko'rsatishi kerak. Agar yozma ravishda rasmiylashtirishni talab etmaydigan harakatlarni amalga oshirishda boshqa taraf uning bajarilishi to'g'risida boshqaruvchi tomonidan ma'lum qilingan bo'lsa, yozma hujjatlarda ishonchli boshqaruvchining nomidan keyin tegishli belgilar kiritilgan bo'lsa, yuqoridagi shartga amal qilingan hisoblanadi.

Agar boshqaruvchi kompaniya va uning mijozi yoki bir boshqaruvchi kompaniyaning turli mijozlari manfaatlari yuzasidan bahs, barcha taraflar oldindan bu haqda xabardor qilinmagan bo'lsa, boshqaruvchi kompaniyaning mijoz manfaatlariga zarar etkazuvchi harakatlarni amalga oshirishga olib kelgan bo'lsa, boshqaruvchi kompaniya o'z hisobidan qonun hujjatlarida belgilangan tartibda zararlarni qoplashga majbur.

Investitsiya fondlarining investitsiya aktivlarini boshqarish bo'yicha faoliyat deganda, ushbu modda va qonun hujjatlari bilan belgilangan faoliyatning talablariga javob beradigan *boshqaruvchi*

kompaniyaning faoliyati tushuniladi. Investitsiya fondlarining investitsiya aktivlarini boshqarish bo'yicha faoliyatni amalga oshiruvchi yuridik shaxs *investitsiya fondlarining boshqaruvchi kompaniyasi* deb nomlanadi.

Investitsiya fondlarini boshqaruvchi kompaniya investitsiya fondlarining investitsiya aktivlarini boshqarish bo'yicha faoliyatni amalga oshiruvchi, shuningdek qimmatli qog'ozlarning oldi-sotdisi bilan shug'ullanuvchi qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchisi hisoblanadi.

Investitsiya fondlarini boshqaruvchi kompaniya qonunchilikka muvofiq tuzilgan va investitsiya fondining topshirig'i bilan va uning nomidan unga berilgan qimmatli qog'ozlarni; qimmatli qog'ozlarga investitsiyalashga mo'ljallangan pul mablag'lari; qimmatli qog'ozlarni boshqarish jarayonida qo'lga kiritilgan pul mablag'larini ishonchli boshqaruvni; investitsiya fondining qimmatli qog'ozlari portfelini tuzishni va bu portfelni diversifikasiya qilish bo'yicha xizmatlar ko'rsatishni; shuningdek fond bilan tuzilgan shartnomaga muvofiq investitsiya fondining egasi vazifasini amalga oshiruvchi istalgan mulkchilik shaklidagi yuridik shaxs hisoblanadi. Ko'rsatilgan operatsiya lar investitsiya fondlarini boshqaruvchi kompaniya faoliyatining mutlaq turlari hisoblanadi.

Boshqaruvchi kompaniyaning ta'sischilari yuridik va jismoniy shaxslar bo'lishi mumkin, davlat hokimiyati va boshqaruv organlari, shuningdek ular tomonidan ta'sis qilingan ustav fondining 25 foizdan ortig'ini davlat ulushi tashkil etuvchi korxonalar bundan mustasno.

Investitsiya fondlarining boshqaruvchi kompaniyasi depozitariy, davlat boshqaruv organi, notijorat tashkiloti, shuningdek affillangan shaxs (shaxslar) tomonidan tuzilgan korxonaga bo'lishi mumkin emas.

Investitsiya fondlarini boshqaruvchi kompaniya ustavida investitsiya fondlarining aktivlarini boshqarish uning mutlaq faoliyat turi hisoblanishi to'g'risidagi holat mavjud bo'lishi shart.

Qimmatli qog'ozlarni saqlash, qimmatli qog'ozlar bo'yicha huquqlarni hisobga olish va tasdiqlash bo'yicha xizmatlar *depozitar faoliyat* hisoblanadi.

Depozitar faoliyatni amalga oshiruvchi qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchisi *depozitariy* deb nomlanadi. Faqat yuridik shaxsgina depozitariy bo'lishi mumkin.

Qimmatli qog'ozlarni saqlash, qimmatli qog'ozlar bo'yicha huquqlarni hisobga olish va tasdiqlash bo'yicha depozitariy xizmatlaridan foydalanadigan shaxs deponent hisoblanadi.

Depozitariy va deponent o'rtasidagi munosabatlar tegishli shartnoma bilan tartibga solinadi.

Depozitar shartnoma – depozitariy bilan deponent o'rtasida yozma shaklda tuziladigan, qimmatli qog'ozlarni saqlash va qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olish bilan bog'liq munosabatlarni tartibga solib turuvchi shartnoma.

Depozitar xizmat ko'rsatish to'g'risida shartnoma tuzish deponentning qimmatli qog'ozlarga mulk huquqi depozitariyga o'tishiga olib kelmaydi.

Depozitariy o'ziga deponentga qo'yilgan qimmatli qog'ozlarning but saqlanishi uchun, shuningdek qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olib borish bo'yicha o'z burchlarini bajarmaganligi yoki tegishli darajada bajarmaganligi uchun, shu jumladan deponent hisobvaraqlari bo'yicha yozuvlarning to'laligi va to'g'riligi uchun qonunda belgilangandek javobgar bo'ladi.

Deponentlarning qimmatli qog'ozlariga depozitariyning majburiyatlari bo'yicha undiruv qaratilishi mumkin emas.

O'zaro majburiyatlarni belgilash, aniqlash va hisobga olishga doir faoliyat *kliring* deb hisoblanib, bu faoliyat bitimga doir axborotni to'plash, solishtirish, unga tuzatish kiritish hamda qimmatli qog'ozlarga doir fuqaroviy-huquqiy bitimlarni ijro etish uchun buxgalteriya hujjatlarini tayyorlash operatsiya larini nazarda tutadi.

Qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar bo'yicha hisob-kitob-kliring operatsiya larini amalga oshiruvchi qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchilari *hisob-kitob-kliring palatasi* (tashkiloti) deb ataladi.

Qimmatli qog'ozlarga doir operatsiya lar yuzasidan hisob-kitob olib borilishi munosabati bilan kliringni amalga oshiruvchi tashkilotlar o'zaro majburiyatlarni aniqlash chog'ida tayyorlab qo'yilgan qimmatli qog'ozlar, pul mablag'lari va buxgalteriya hujjatlarini ijroga qabul qilib olayotganlarida qimmatli qog'ozlar bozorining qaysi qatnashchisi uchun hisob-kitob ishlari amalga oshirilayotgan bo'lsa, shu qatnashchi bilan tuzgan o'z shartnomalariga asoslanadilar.

Hisob-kliring palatalarining (tashkilotlarining) mijozlari mablag'lariga hisob-kliring palatalarining (tashkilotlarining) majburiyatlari yuzasidan bo'yicha undiruv qaratilishi mumkin emas.

Transfer-agentning faoliyati deganda, qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olish tizimiga taalluqli hujjatlarni qabul qilish, qayta ishlash va o'tkazish bo'yicha xizmatlar ko'rsatish tushuniladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorining transfer agent faoliyatini amalga oshiruvchi professional qatnashchisi *transfer-agent* deb nomlanadi.

Emitent bilan o'zaro munosabatda transfer-agent quyidagilarni amalga oshiradi:

- emitent bilan tuzilgan shartnomaga muvofiq belgilangan muddatda reestr shakllantirish uchun markaziy registratorga so'rov yuborish;

- markaziy registratordan qonun hujjatlarida belgilangan tartibda qimmatli qog'ozlar egalari reestrini qabul qilish;

- qonun hujjatlarida belgilangan tartibda emitentga qimmatli qog'ozlar reestrini yetkazish va berish.

Transfer-agent emitentga markaziy registratordan olingan qimmatli qog'ozlar egalari reestri va boshqa ma'lumotlarni o'z vaqtida yetkazib berish va ularning saqlanishi yuzasidan javobgar hisoblanadi.

Qimmatli qog'ozlarni begonalashtiruvchi (sotib oluvchi) bilan o'zaro munosabatda transfer-agent quyidagilarni amalga oshiradi:

- qimmatli qog'ozlarni begonalashtiruvchidan (sotib oluvchidan) olingan hujjatlarni tekshirish, ro'yxatga olish va hisobga olish;

- mijozlardan olingan hujjatlarni ro'yxatga olish va hisobga olish;

- qimmatli qog'ozlarni begonalashtiruvchiga xizmat ko'rsatayotgan depozitariyga qimmatli qog'ozlar bo'yicha huquqlarning o'tishiga asos hisoblanuvchi hujjatlarni yetkazib berish va taqdim etish;

- imzolar taqdim etilgan hujjatlarda ko'rsatilgan shaxslar (ularning vakillari) tomonidan qo'yilganligini kafolatlash;

- operatsiyalar qonun hujjatlariga muvofiq amalga oshirilganligini tasdiqlovchi hujjatlarni qabul qilish;

- begonalashtiruvchining (sotib oluvchining) xizmat ko'rsatuvchi depozitariydan shartnomaga muvofiq olingan qimmatli qog'ozlarni begonalashtiruvchiga (sotib oluvchiga) yetkazib berish va taqdim etish.

Begonalashtiruvchi (sotib oluvchi)ning qimmatli qog'ozlar transfer-agenti bilan munosabatlari shartnoma asosida tartibga solinadi.

Qimmatli qog'ozlar bo'yicha *birjadan tashqari savdolar tashkilotchisining faoliyati* deganda, investorlarga vositachilarni yo'llamasdan turib savdolarda qatnashish imkoniyatini beruvchi arizalar qabul qilish punktlari, maxsus kompyuter savdo tizimlaridan foydalanishning

belgilangan qoidalari bo'yicha qimmatli qog'ozlar savdosini tashkil qilish faoliyati tushuniladi.

Birjadan tashqari savdolar tashkil qilish, shuningdek birjadan tashqari listinglar qoidalari qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari savdosi tashkilotchisi tomonidan qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish buyicha vakolatli davlat organi bilan kelishgan holda belgilanadi.

Birjadan tashqari listing - qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari savdoga ularni birjadan tashqari byulleteniga kiritgan holda, savdoga qo'yishdir.

Birjadan tashqari savdolar tashkilotchisi qonun hujjatlarida o'rnatilgan tartibda o'tkazilayotgan savdolarning oshkoraligi va ommaviyligini ta'minlashi lozim.

6.2-paragrafda aytilganidek, banklar qimmatli qog'ozlar bozorida emitentlar, investorlar sifatida qatnashishi mumkin. Qimmatli qog'ozlar bozorida banklarning professional faoliyati qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan beriladigan litsenziya asosida amalga oshiriladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchilari tomonidan qimmatli qog'ozlar bilan tuziladigan bitimlar va investorlar mablag'larining hisobini yuritish

Qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchisi investorlar ishtirokida qimmatli qog'ozlar bilan o'zi tuzadigan barcha bitimlarning hisobini yuritadi.

Qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchisi tomonidan qimmatli qog'ozlarning hamda investorlar mablag'larining hisobini yuritish uning moliyaviy-xo'jalik faoliyatining buxgalteriya hisobidan alohida tarzda, qonun hujjatlarida belgilangan tartibda olib boriladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchisi qonun hujjatlarida belgilangan tartib va muddatlarda o'z arxivida investorlarning qimmatli qog'ozlari va mablag'lari hisobga olish bo'yicha hujjatlarni saqlashi shart.

Qimmatli qog'ozlar bozorida faoliyat turlarini qo'shib olib borish

Qimmatli qog'ozlar bozorida turli professional faoliyat turlarini qo'shib olib borish bir shaxsning o'ziga qimmatli qog'ozlar bozorida turli xil faoliyatni amalga oshirish uchun bir nechta litsenziyalar berish orqali amalga oshiriladi.

Boshqaruvchi kompaniyaning faoliyati faoliyatning mutlaq turi hisoblanadi. Transfer-agentning faoliyati qimmatli qog'ozlar bozoridagi boshqa faoliyat turlari bilan qo'shib olib borilishi mumkin emas.

Qimmatli qog'ozlar buyicha faoliyat turlarini qo'shib olib borish va operatsiya lar o'tkazish sohasidagi ko'shimcha cheklashlar qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan tartibga solinadi.

O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida *depozitariy tizimi va boshqa faoliyat turlarini* alohida ko'rib chiqish maqsadga muvofiq.

Markaziy depozitariy – O'zbekiston Respublikasi depozitariylarida qimmatli qog'ozlarni saqlash, huquqlarni hisobga olish va harakatining yagona tizimini ta'minlovchi depozitariydir.

Markaziy depozitariy qonun hujjatlariga muvofiq davlat unitar korxonasi sifatida tuzilgan.

Markaziy depozitariy o'z faoliyatini xizmat ko'rsatishdan olingan daromadlar va boshqa tushumlar hisobiga amalga oshiradi.

Markaziy depozitariy xizmatlari uchun olinadigan *tariflar miqdori* O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi bilan kelishilgan holda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan tasdiqlanadi.

Markaziy depozitariyning mutlaq *vazifalari* quyidagilardan iborat:

- nodavlat emissiyaviy hujjatsiz qimmatli qog'ozlarni saqlash;
- qimmatli qog'ozlarga nisbatan davlat huquqlarini va qimmatli qog'ozlarni boshqarish bo'yicha vakolatli shaxslarning qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarini hisobga olish;
- depozitariylarning vakillik hisobvaraqlarini yuritish;
- birja va birjadan tashqari savdolar qatnashchilarining qimmatli qog'ozlari savdolariga qo'yilishidan oldin ular borligini va haqiqiy ekanligini tasdiqlash;
- savdolarida tuzilgan bitimlarga muvofiq birja va birjadan tashqari savdolar qatnashchilariga qimmatli qog'ozlar yetkazib berilishini ta'minlash;
- nodavlat emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning muomalaga chiqarilganligini tasdiqlovchi hujjatlarni saqlash;
- O'zbekiston Respublikasi hududida norezidentlar tomonidan, shuningdek qimmatli qog'ozlarning xorijiy fond bozorlarida O'zbekiston Respublikasi rezidentlari tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarni hisobga olish;
- markaziy registrator vazifasini amalga oshirish;

- investitsiya fondlari tomonidan chiqarilgan va ularga tegishli qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olish;

- O'zbekiston Respublikasi depozitarlik tizimida Deponentlarning yagona bazasini yuritish;

- depozitariylar tizimida qimmatli qog'ozlar harakati to'g'risidagi axborotlarni jamlash va tartibga solib turish.

Depozitar operatsiya lar va depozitar operatsiya lar standartlari

Qimmatli qog'ozlar bilan depozitar operatsiya lar (keyingi o'rinda – depozitar operatsiyalar) – qimmatli qog'ozlarni saqlash va qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olish bo'yicha depozitariylar tomonidan hisobga olish ro'yxatlarida amalga oshiriladigan operatsiyalar.

Depozitar operatsiyalar standartlari – depozitar operatsiyalar o'tkazishning qonun hujjatlarida belgilangan tartibda tasdiqlanadigan me'yorlari va qoidalari.

Depozitar operatsiyalar standartlarini ishlab chiqish, tasdiqlash va depozitariylar ularga rioya etishini nazorat qilish qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan amalga oshiriladi.

Depozitariy tizimida *deponent huquqlari va majburiyatlarini* alohida ko'rsatish maqsadga muvofiq, ular quyidagi huquqlarga egadir:

- depozitariydagi o'zining depo hisobvarag'ida bo'lgan qimmatli qog'ozlarni qonun hujjatlarida belgilangan tartib va doirada tasarruf etish. Deponentda depozitariyda hisobga olinadigan qimmatli qog'ozlarni tasarruf etish huquqi qimmatli qog'ozlar uning depo hisobvarag'iga kiritilgan paytdan e'tiboran vujudga keladi;

- depozitariyga o'z depo hisobvarag'i bo'yicha operatsiyalarni amalga oshirish yuzasidan topshiriq berish (uchinchi shaxslar oldida zimmasiga majburiyatlar yuklangan qimmatli qog'ozlarni ularga yuklangan majburiyatlar tugaganligini tasdiqlovchi hujjatlarni taqdim etmay turib o'tkazish to'g'risidagi farmoyish bundan mustasno), so'rov kiritish, topshiriqlar bajarilganligi to'g'risidagi hisobotni talab qilish;

- o'ziga tegishli hujjatli qimmatli qog'ozlarni saqlash va istalgan depozitariyga hujjatli va hujjatsiz qimmatli qog'ozlarga nisbatan mulk egaligi huquqini hamda boshqa ashyoviy huquqlarni hisobga olishni topshirish;

- depozitar shartnoma tuzish to'g'risidagi qaror qabul qilgunga qadar depozitariyda qimmatli qog'ozlarni saqlash va hisobga olish qoidalari bilan tanishish;

- depozitar shartnoma shartlariga muvofiq o'z depo hisobvarag'ining holati haqida ko'chirma olish va o'zining depo hisobvarag'i bo'yicha depozitariy tomonidan o'tkazilgan operatsiyalar to'g'risida hisobot olish.

Deponent qonun hujjatlariga muvofiq boshqa huquqlarga ham ega bo'lishi mumkin.

Deponent quyidagilarga *majburdir*:

- o'zining vakolatli shaxsining vakolati tugatilishi yoki o'zgarishi to'g'risida depozitariy xabardor qilish;

- o'z rekvizitlaridagi barcha o'zgarishlar haqida depozitariyga xabar berish;

- depozitariyning yozma xabarlarini to'g'riligini va to'laligini tekshirish, agar noaniqliklar borligi aniqlanadigan bo'lsa, ular haqida depozitariy o'z vaqtida xabardor qilish.

Deponent qonun hujjatlariga muvofiq boshqa majburiyatlarga ham ega bo'lishi mumkin.

Bunda depozitariy quyidagi *huquqlarga* egadir:

- belgilangan tartibda hujjatli qimmatli qog'ozlarning haqiqiylikini tekshirish;

- qonun hujjatlarida belgilangan tartibda hujjatli qimmatli qog'ozlarni inkassasiya qilish va tashish;

- deponentlarning topshirig'iga binoan ularga tegishli qimmatli qog'ozlar bo'yicha daromadlarni o'tkazish;

- egasining yozma topshirig'iga binoan aksiyadorlarning umumiy yig'ilishida uning manfaatlarini ifodalash;

- qonun hujjatlarida belgilangan tartibda broker mijozlarining qimmatli qog'ozlariga bo'lgan huquqlarni hisobga olish.

Depozitariy qonun hujjatlariga muvofiq boshqa huquqlarga ham ega bo'lishi mumkin.

Depozitariy quyidagilarga *haqli emas*:

- o'ziga saqlash uchun berilgan mulkdan qimmatli qog'ozlar sifatida foydalanish yoki depo hisobvarag'idan deponentning ruxsatisiz qimmatli qog'ozlarni o'tkazish, qonun hujjatlarida nazarda tutilgan hollar bundan mustasno;

- o'zi chiqargan qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquq hisobini yuritish;

- qimmatli qog'ozlar bilan o'zining nomidan va o'z hisobidan bitimlar tuzish, depozitariyning o'zi chiqargan qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar bundan mustasno.

Agar qonun hujjatlarida boshqacha qoida nazarda tutilmagan bo'lsa, Markaziy depozitariy quyidagilarga ham *haqli emas*:

- qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarning hisobini yuritish, ushbu moddaning birinchi qismi oltinchi xatboshisi, ushbu Qonunning 48 va 50-moddalarida nazarda tutilgan hollar bundan mustasno;

- boshqa yuridik va jismoniy shaxslarga moliyaviy yordam ko'rsatish;

- boshqa yuridik shaxslarning ustav jamg'armasida qatnashish.

Depozitariy quyidagilarga *majburdir*:

- o'ziga saqlash uchun topshirilgan qimmatli qog'ozlarning saqlanishini ta'minlash;

- har bir deponentga tegishli qimmatli qog'ozlarning turlari, soni va nominal qiymatini hisobga olib borish;

- qimmatli qog'ozlar zimmasiga majburiyatlar yuklatilgan hollar va ular tugatilgan hollar hisobini yuritish;

- qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan belgilangan tartib va muddatlarda depozitar operatsiyalarga oid hujjatlarni o'z arxivlarida saqlash;

- deponentlar hisobvaraqlari bo'yicha operatsiyalarni faqat deponentlarning yoki ularning ishonchli vakillari yozma topshiriqlari asosida amalga oshirish, qonun hujjatlarida nazarda tutilgan hollar bundan mustasno;

- depo hisobvaraqlari holatiga o'zgartishlar kiritishga asos hisoblanuvchi barcha birlamchi hujjatlarni saqlash;

- deponentning qimmatli qog'ozlarga mulk huquqi va boshqa ashyoviy huquqlarini depo hisobvarag'idan tegishli ko'chirma berish bilan tasdiqlash;

- depo hisobvaraqlarining holati va undagi qimmatli qog'ozlarning mavjudligi, ularning harakati to'g'risidagi axborotning maxfiyligini ta'minlash, qonun hujjatlarida nazarda tutilgan hollar bundan mustasno;

- depo hisobvarag'i bo'yicha operatsiyalarni qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi, monopoliyaga qarshi kurash davlat organi, shuningdek sud, surishtiruv va tergov organlarining qarorlari asosida, qonun hujjatlarida belgilangan tartibda tugatish;

- qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi, soliq organi, monopoliyaga qarshi kurash davlat organi, shuningdek sud, surishtiruv va tergov organlarining talabiga binoan

o'zining faoliyatiga taalluqli ma'lumotlarni qonun hujjatlarida belgilab qo'yilgan tartibda va doirada taqdim etish;

- o'ziga yetkazilgan zararlarni sug'urta qildirish, maxsus jamg'armalar tuzish yoki qonun hujjatlarida nazarda tutilgan boshqa yo'llar bilan qoplash usullarini ko'zda tutish;

- hujjatli (naqd) aksiyalar va korporativ obligatsiyalarni beg'araz tarzda qabul qilinishini va saqlanishini hamda ularning hujjatsiz (naqsiz) shaklga o'tkazilishi bo'yicha zarur harakatlarni ko'rishni amalga oshirish.

Qimmatli qog'ozlarning *nominal saqlovchi* vazifasini bajarishda depozitariy yana quyidagilarga ham *majburdir*:

- mijoz bilan tuzilgan shartnomada tegishli ko'rsatma mavjud bo'lgan hollarda, ushbu shaxs mazkur qimmatli qog'ozlar bo'yicha o'ziga tegishi kerak bo'lgan hamma to'lovlarni olishini ta'minlashga qaratilgan harakatlarning barchasini amalga oshirish;

- brokerlik faoliyatini amalga oshirish chog'ida, qimmatli qog'ozlar yuzasidan bitimlar va operatsiya larni faqat qimmatli qog'ozlar egasining topshirig'iga muvofiq va u bilan tuzilgan shartnomaga ko'ra amalga oshirish;

- boshqa shaxslarning topshirig'iga ko'ra o'zi saqlab turgan qimmatli qog'ozlar hisobini alohida hisobvaraqlarda hisobga olib borishi va qimmatli qog'ozlarni saqlab turish haqida topshiriq bergan shaxslarning talablarini qondirish maqsadida ushbu hisobvaraqlarda doimo yetarli miqdorda qimmatli qog'ozlarga ega bo'lish.

Depozitariy qonun hujjatlariga muvofiq boshqa majburiyatlarga ham ega bo'lishi mumkin.

Depozitariylarda qimmatli qog'ozlar saqlanishining kafolati

Depozitariylarda qimmatli qog'ozlarning saqlanishi ularni qimmatli qog'ozlarni saqlashga doir talablarga javob beradigan qimmatli qog'ozlarni saqlash joylarida saqlash va hisobga olish ro'yxatlarini depozitar operatsiyalar standartlariga muvofiq holda yuritish orqali ta'minlanadi.

Markaziy depozitariyda saqlanayotgan va hisobga olinayotgan qimmatli qog'ozlarning saqlanishi shuningdek Markaziy depozitariyning ma'lumotlari majmuida qo'shimcha saqlab turilishi, texnik tizimlarda uzilish yuz berganda va kutilmagan vaziyatlar vujudga kelganda Markaziy depozitariy ma'lumotlari majmuini tezkor tiklash orqali ta'minlanadi.

Qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi qimmatli qog'ozlarning depozitariylarda saqlanishi va ularga bo'lgan huquq hisobi yuritilishi ishonchligini ta'minlashga doir qo'shimcha talablarni belgilashi mumkin.

Depozitariyning javobgarligi

Depozitariy quyidagi hollarda o'z deponentlari oldida qonun hujjatlarida belgilangan tartibda javobgardir:

- depo hisobvaraqlarida qimmatli qog'ozlar egalari va ularga tegishli qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi yozuvlar yo'qotilganda. Depozitariy o'z hisobidan yo'qotilgan yozuvlarni tiklaydi;

- deponentlarning hujjatli qimmatli qog'ozlari depozitariyning saqlash joylarida tegishli saqlanmaganligi oqibatida ular yo'qotilgan yoki yaroqsiz holga kelganda. Depozitariy ko'rsatilgan qimmatli qog'ozlarni tayyorlashga ketadigan xarajatlarni qoplaydi yoki o'z hisobidan yangilarini tayyorlaydi;

- qimmatli qog'ozlar chiqarilganligini tasdiqlaydigan hujjatlarni va hisobga olish ro'yxatlaridagi yozuvlarni lozim darajada saqlamaganda va bu ularning yo'qolishi yoki yaroqsiz holga kelishiga sabab bo'lganda. Depozitariy o'z hisobidan ko'rsatilgan hujjatlarni va qimmatli qog'ozlarning hisobga olish ro'yxatlarini tiklaydi;

- deponentlarga tegishli qimmatli qog'ozlarga egalik huquqi o'z vaqtida va lozim darajada hisobga olinmaganda. Deponentga tegishli qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqni o'z vaqtida va lozim darajada hisobga olinmagan holda deponentni depozitariy shartnomasida belgilangan tartibda unga ko'rsatilgan xizmatlar uchun to'lovlardan ozod qiladi;

- uning harakati yoki harakatsizligi deponent o'ziga tegishli qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq huquqlarini amalga oshira olmasligiga olib kelganda. Depozitariy deponentga zararni, shu jumladan boy berilgan foydani to'la hajmda to'laydi;

- depozitar shartnoma shartlarini buzganda.

Qimmatli qog'ozlar egalari reestrini yuritish tizimi

Qimmatli qog'ozlar egalari reestrini yuritish tizimi – qog'oz ko'rinishida va/yoki ma'lumotlarning elektron bazasi yordamida qayd qilingan qimmatli qog'ozlar egalari va nominal saqlovchilar identifikatsiyasini ta'minlovchi, qimmatli qog'ozlar egalari reestrini tuzish, shuningdek reestrda ro'yxatga olingan shaxslardan axborotlarni olish va yuborishga imkon yaratuvchi ma'lumotlarning majmui tushuniladi.

Reestr yuritish tizimida qimmatli qog'ozlarning egasi yoki nominal saqlovchining ro'yxat raqami uning deponentlar yagona bazasida ro'yxatga olingan shaxs kodi hisoblanadi.

Aksiyalar va korporativ obligatsiyalar munosabatlarida qimmatli qog'ozlar egalari reestrini yuritish majburiy hisoblanadi.

Qimmatli qog'ozlar egalari reestri ro'yxatdan o'tkazilgan qimmatli qog'ozlar egalarning belgilangan sanada shakllangan ro'yxati bo'lib, ularga qarashli egasi yozilgan qimmatli qog'ozlarning miqdori, nominal qiymati va toifasi ushbu ro'yxatda ko'rsatiladi.

Qimmatli qog'ozlarning egalari reestrini shakllantirish markaziy ro'yxatga oluvchi vazifasini bajaruvchi Markaziy depozitariy tomonidan Markaziy depozitariy va depozitariylar-nominal saqlovchilar deponentlari depo hisobvaraqlarining belgilangan sanadagi holati to'g'risidagi ma'lumotlarni to'plash va qayta ishlash yo'li bilan amalga oshiriladi.

Qimmatli qog'ozlar egalari reestrini yuritishi majburiy hisoblangan emitent Markaziy depozitariy bilan reestr yuritish bo'yicha shartnoma tuzishga va Markaziy depozitariy bilan bevosita, yoki transfer-agent orqali qonun hujjatlarida belgilangan tartibda hamkorlik yuritishni ta'minlashga majbur.

Markaziy ro'yxatga oluvchi

Markaziy depozitariy markaziy ro'yxatga oluvchi vazifasini bajarishda quyidagilarga *haqli*:

- qimmatli qog'ozlarning nominal saqlovchilaridan qimmatli qog'ozlar egalari reestrini shakllantirish uchun zarur ma'lumotlarni so'rash va olish;

- egalari Markaziy depozitariyning mijozlari hisoblanadigan qimmatli qog'ozlar bo'yicha bitimlarni ro'yxatga olish;

- emitent bilan qimmatli qog'ozlar egalari va nominal saqlovchilarni emitent umumiy yig'ilishining chaqirilishi yoki uning qimmatli qog'ozlari bo'yicha daromad to'lovi munosabati bilan xabardor qilish bo'yicha shartnoma tuzish.

Markaziy ro'yxatga oluvchi vazifasini bajarish vaqtida Markaziy depozitariy qonun hujjatlariga muvofiq boshqa huquqlarga ham ega bo'lishi mumkin.

Markaziy depozitariy markaziy ro'yxatga oluvchi vazifasini bajarishda quyidagilarga *majbur*:

- qimmatli qog'ozlar egalari reestrini shakllantirishni ta'minlash;

- ma'lum sanada shakllantirilgan qimmatli qog'ozlar egalari reestrlarini saqlash;

- qimmatli qog'ozlar egalari reestrini yuritish tizimiga taalluqli axborotni ushbu qonunga muvofiq taqdim etish;

- reestr yuritish tizimiga taalluqli axborotning maxfiyligini ta'minlash.

Markaziy ro'yxatga oluvchi vazifasini bajarish vaqtida Markaziy depozitariy qonun hujjatlariga muvofiq boshqa majburiyatlarni ham kiritishi mumkin.

Markaziy ro'yxatga oluvchi nominal saqlovchi tomonidan taqdim etilgan qimmatli qog'ozlar egalari reestrini shakllantirish uchun zarur ma'lumotlarning ishonchligi uchun javobgar emas.

Qimmatli qog'ozlarni nominal saqlovchi

Qimmatli qog'ozlarni *nominal saqlovchi* – qimmatli qog'ozlarning egasi bo'lmagani holda, boshqa shaxsning (qimmatli qog'ozlar egasi yoki vakil qilingan shaxsning) topshirig'iga muvofiq qimmatli qog'ozlarni saqlash, hisobga olish va ularga bo'lgan huquqlarni tasdiqlashni amalga oshiruvchi reestr yuritish tizimida ro'yxatga olingan depozitariy.

Qimmatli qog'ozlarni nominal saqlovchi mijozlarining qimmatli qog'ozlari uning kreditorlari foydasiga undirib olinishi mumkin emas.

Nominal saqlovchi markaziy registratorning talabiga binoan o'zi nominal saqlovchi hisoblangan qimmatli qog'ozlar egalari to'g'risidagi qimmatli qog'ozlar egalari reestrini shakllantirish uchun zarur ma'lumotlarni belgilangan sanaga qonun hujjatlarida belgilangan tartibda taqdim etishga majbur.

Nominal saqlovchi o'zida hisobi yuritilayotgan qimmatli qog'ozlar va ularning emitentlari rekvizitlariga markaziy registratordan olingan ma'lumotlar asosida o'zgartirishlar kiritadi.

Nominal saqlovchi reestr yuritish tizimiga taalluqli axborotlarning ishonchligi, to'aliligi va o'z vaqtida markaziy registratorga taqdim etilishi yuzasidan javobgarlikka ega.

Qimmatli qog'ozlar bozoriga oid qonun hujjatlarini buzganlik uchun javobgarlik

Qimmatli qog'ozlar bozoriga oid qonun hujjatlarining buzilishida aybdor shaxslar belgilangan tartibda javobgar bo'ladilar.

Qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchilari emitentlar bilan ishlagan chog'idagi javobgarligi

Qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchilari qonunchilikka muvofiq investorlar oldida ularga yetkazilgan zarar uchun quyidagi holatlar bo'yicha mulkiy javobgar:

- investorlar talabiga asosan qimmatli qog'ozlar bozorida investorlar huquqlarini himoya qilish to'g'risidagi qonunchilikda belgilangan ma'lumotlarni taqdim qilmaslik yoki noto'g'ri ma'lumotlar taqdim qilish;

- qimmatli qog'ozlar emissiyasining belgilangan tartibini buzish;

- qimmatli qog'ozlarning insofsiz reklamasini amalga oshirganlik, qimmatli qog'ozlarning qonun hujjatlarida belgilangan tartibda ro'yxatdan o'tkazilmagan chiqarilishining reklamasi, shuningdek muomalada bo'lishi qonun bilan taqiqlangan qimmatli qog'ozlarning reklamasi uchun;

- investorlar bilan ularning qimmatli qog'ozlar bozorida investorlar huquqlarini himoya qilish to'g'risidagi qonun hujjatlarida nazarda tutilgan huquqlarini cheklaydigan, emitentlar va qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchilarining javobgarligini cheklaydigan shartnomalarni tuzish;

- aniqlangan hiyla-nayrang ishlatish faktlari va qimmatli qog'ozlar bozoridagi boshqa qoidabuzarliklar, shuningdek qimmatli qog'ozlar, qimmatli qog'ozlarning emitentlari, qimmatli qog'ozlarga doir narxlar to'g'risida, shu jumladan reklamada qasddan buzib ko'rsatilgan axborotni taqdim etish yo'li bilan investorlarni qimmatli qog'ozlarni sotib olish va sotishga da'vat qilganlik uchun;

- investorlar bilan tuzilgan shartnomalar shartlarini bajarmaganlik yoki lozim darajada bajarmaganlik, shuningdek investor bilan tuzilgan shartnomada qayd etilganidan farq qiladigan shartlarda bitim tuzganlik uchun.

Savollar

1. Investitsiya institutlari kimlar?
2. Investitsiya institutlarining qaysi faoliyat turlarini bilasiz?
3. Investitsiya institutlari moliya bozorida qanday ahamiyatga ega?

Topshiriqlar

1. Investitsiya institutlarining moliya bozoridagi rolini tahlil qiling (jahon va O'zbekiston amaliyoti bo'yicha).
2. O'zbekistonda investitsiya institutlarining faoliyat mexanizmini o'rganing.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

6.4. Moliya bozorlarida davlat moliya institutlarining faoliyati va roli

Umuman olganda, davlat moliya byudjet tashkilotlari – bu moliyaning alohida faoliyat sohasi bo'lib, moliya bozori orqali davlatning moliyasini boshqarish negizida iqtisodiy siyosatni (monetar va fiskal) mamlakat iqtisodiyoti manfaati yo'lida amalga oshiruvchi moliyaviy institutlar hisoblanadi. Bunday institutlarga Moliya vazirligi, Davlat G'aznasi, Markaziy bank, mahalliy hokimiyat organlari, moliya (yoki qimmatli qog'ozlar) bozorini tartiblashtiruvchi vakolatli davlat organi (ba'zi mamlakatlarda bu organ moliya bozori makroregulyatori (megaregulyatori) maqomiga ega) kiradi. Ularning har biri o'ziga mos siyosatni amalga oshirish maqsadida moliya bozorida faoliyat yuritadi (1.1-paragrafga qaralsin).

Davlat moliya institutlari faoliyatining maqsadi, vazifalari, funktsiyasi, faoliyat mexanizmi, xossa va xususiyatlari evaziga moliya bozori tarkibida alohida segment – davlat kapitali va xizmatlari bozori faoliyat yuritadi va rivojlanadi. Bunda ular kredit-pul, byudjet-soliq, investitsiya, emissiya siyosatlarini yurituvchi, demak davlatning moliyaviy instrumentlari va resurslari bilan bog'liq operatsiya lar institutlari va davlat regulyatori, davlatning moliyaviy resurslari va instrumentlari akkumulyatori va mos ravishda yirik investitsiyalar manbai, institutsional investor, professional emitent va vositachi sifatida namoyon bo'ladi.

Ko'rinib turibdiki, davlatning bunday moliya institutlari banklar, sug'urta kompaniyalari va investitsiya institutlari bilan birga moliya bozorining professional, o'ta zarur, foydali va eng salmoqli na faqat qatnashchilaridan, balki regulyatori hisoblanadi.

Bu esa moliya bozorining risksizlilik, jalbdorlilik, barqarorlik, moliyaviy xavfsizlik darajasini ko'tarishga, boshqa har qanday qatnashchilari faoliyatining kafolati sifatida, samarali investision hajmini va jarayoni sifatini oshirishga xizmat qiladi.

Shunday qilib, davlatning vakolatli moliya institutlari umuman iqtisodiyotda, xususan moliya bozorida quyidagi rollarni bajaradi:

- monetar (kredit-pul) va byudjet-soliq (fiskal) siyosatlarini mamlakatning iqtisodiy va ijtimoiy o'sishi yo'lida uyg'unlikda ta'minlovchi regulyativ institutlar;

- davlat ehtiyojlari va iqtisodiyot sub'yektlari uchun pul, valyuta, kredit, boshqa moliyaviy instrumentlar va resurslar bilan bog'liq operatsiyalar bo'yicha professional tarzda faoliyat yurituvchi institutlar;

- moliyaviy resurslar va instrumentlar akkumulyatori, yirik investitsiyalar manbai;

- institutsional investor (belgilangan tartibda);

- pul (faqat Markaziy bank) va davlat qimmatli qog'ozlari emitenti (belgilangan tartibda);

- vakolatli davlat kompaniyalari (masalan, Markaziy depozitariysi, byudjetdan tashqari fondlari va h.k. kompaniyalari) va tashkilotlari (Davlat mulki Qo'mitasi, Davlat soliq va bojxona Qo'mitalari, tashqi iqtisodiy faoliyat vazirligi va h.k.) orqali moliya bozoriga regulativ ta'sir qiluvchi va professional xizmat ko'rsatuvchi institut va h.k.

Moliya bozorida davlat o'zining qimmatli qog'ozlari emitenti va zarur obyektlarni moliyalashtiruvchi sifatida quyidagi maqsadlarni ko'zlaydi:

- joriy byudjet defisitini (kamomadini) moliyalashtirish;

- avval chiqarilgan qarz majburiyatlarini so'ndirish;

- davlat byudjetining kassa ijrosini ta'minlash;

- soliq to'lovlarining notekis tushumini tekislash;

- tijorat banklarini likvid rezerv aktivlar bilan ta'minlash;

- davlat va mahalliy hokimiyat organlari tomonidan amalga oshirilayotgan maqsadli loyiha dasturlarini moliyalashtirish;

- ijtimoiy ahamiyatga ega tashkilot va muassasalarni qo'llab-quvvatlash va h.k.

Aytish joizki, pul emissiyasi ham davlat siyosatining instrumenti (soliqqa tortish darajasi va davlat xaridlari singari) hisoblanadi. Ushbu funktsiyani Markaziy bank amalga oshiradi. Bunda u quyidagi regulativ instrumentlardan foydalanadi: ochiq moliya bozorlaridagi operatsiyalar, banklar uchun majburiy rezerv miqdorini belgilash, qayta moliyalashtirish stavkasini o'rnatish.

Umuman olganda, davlat o'z harajatlarini moliya bozori orqali quyidagi uch usul bilan moliyalashtirishi mumkin: soliq tushumlarini oshirish, aholidan qarz mablag'larini jalb qilish, qo'shimcha pul chiqarish (inflyatsiya havfini hisobga olgan holda).

Savollar

1. Davlat moliya institutlarining moliya bozorida qanday faoliyat turlarini bilasiz?

2. Davlat moliya institutlarining moliya bozoridagi roli nimadan iborat?

Topshiriqlar

1. O'zbekiston davlat moliya institutlarining milliy moliya bozordagi rolini tahlil qiling.

2. Terminlar lug'atini tuzing.

6.5. Moliya bozorlarida xalqaro moliya institutlarining faoliyati va roli

Umuman olganda, xalqaro moliya tashkilotlari – bu jahon moliyasining integrallashgan faoliyat sohasi bo'lib, jahon va milliy moliya bozorlari orqali iqtisodiy, moliyaviy, savdo, ijtimoiy jabhalarda jahon globallashuvi yo'lida amalga oshiruvchi moliyaviy institutlar hisoblanadi. Bunday institutlarga Birlashgan millatlar tashkiloti (BMT) huzuridagi Jahon banki, Xalqaro moliya korporatsiyasi, Umumjahon savdo tashkiloti, Xalqaro valyuta fondi kiradi. Shular qatorida boshqalari ham mavjud: Evropa banki, Osiyo banki, Xalqaro hisob-kitoblar banki (BIS), Iqtisodiy hamkorlik va rivojlanish tashkiloti (IHRT), IOSCO va h.k. Xalqaro darajadagi transmilliy korporatsiyalar, xoldinglar, moliya-sanoat guruhlar hozirda sanab o'tilgan tashkilotlar bilan birga jahon moliya bozorining asosiy qatnashchilaridan hisoblanadi. Ularning har biri o'ziga mos faoliyatni amalga oshirish maqsadida moliya bozorlarida faoliyat yuritadi (1.1-paragrafga va X bobga qaralsin).

Xalqaro moliya institutlari faoliyatining maqsadi, vazifalari, funksiyasi, faoliyat mexanizmi, xossa va xususiyatlari evaziga moliya bozorlari tarkibida alohida segment – xalqaro kapitali va xizmatlari bozori faoliyat yuritadi va rivojlanadi. Bunda ular davlatlarning kredit-pul, byudjet-soliq, investitsiya, emissiya siyosatlarini yuritilishida, demak davlat va o'zlarining hamda boshqa sub'yektlarning moliyaviy instrumentlari va resurslari bilan bog'liq operatsiyalar institutlari va ma'lum ma'noda xalqaro regulyator, xalqaro moliyaviy resurslar va instrumentlar akkumulyatori va mos ravishda yirik investitsiyalar manbai, institutsional investor, professional emitent va vositachi sifatida namoyon bo'ladi.

Ko'rinib turibdiki, xalqaro moliya institutlari davlatlar (ular bilan ishlaydiganlari) va ulardagi banklar, sug'urta kompaniyalari va investitsiya institutlari bilan birga moliya bozorlarining professional, o'ta zarur, foydali va eng salmoqli na faqat qatnashchilaridan, balki

ma'lum darajada (xalqaro bitishuvlar asosidagi vakolatlari doirasida) ular uchun xalqaro regulyator hisoblanadi.

Aytilgan operatsiya lar negizida xalqaro moliya institutlari o'zaro bog'liqlikda jahon moliya bozori infratuzilmasini xosil qilib, BMT va ular bilan tuzilgan xalqaro shartnomalar (bitishuvlar) doirasida moliya bozorlari orqali milliy iqtisodiyotda davlat va nodavlat tashkilotlar tomonidan xalqaro manfaatlarga mos ravishda siyosatlarni yuritishga olib keladi. Bu esa moliya bozorlarining risksizlilik, jalbdorlilik, barqarorlik, moliyaviy xavfsizlik darajasini ko'tarishga, samarali investision hajmini va jarayoni sifatini oshirishga xizmat qiladi.

Shunday qilib, xalqaro moliya institutlari umuman jahon iqtisodiyotida, xususan moliya bozorlarida quyidagi rollarni bajaradi:

- jahonda globallashuv jarayonlari rivojlanishini ta'minlovchi va davlatlarning bozorlariga tashqi omil sifatida ta'sir ko'rsatuvchi institutlar;

- jahon moliya bozori qatnashchilari sifatida valyuta, kredit, boshqa moliyaviy instrumentlar va resurslar bilan bog'liq operatsiya lar bo'yicha professional tarzda faoliyat yurituvchi institutlar;

- davlatlar tomonidan mamlakatda monetar (kredit-pul) va byudjet-soliq (fiskal) siyosatlarini xalqaro globallashuv qonuniyatlariga mos iqtisodiy va ijtimoiy o'sishi yo'lida uyg'unlikda ta'minlashga yordam beruvchi institutlar;

- xalqaro miqyosda regulyativ normalarni belgilovchi institutlar;

- xalqaro darajadagi moliyaviy resurslar va instrumentlar akkumulyatori, yirik xalqaro investitsiyalar manbai;

- xalqaro darajadagi institutsional investor;

- xalqaro qimmatli qog'ozlar emitenti.

Hozirda bunday tashkilotlar industrial va rivojlanayotgan mamlakatlar moliya bozorlarida aktiv faoliyat yuritib jahon iqtisodiyotida katta rol o'ynab kelmoqda (X bobga qaralsin). Ayniqsa moliyaviy globallashuv jarayonlarini rivoj topishida va ularni umumjahon regulyativ bazisini shakllantirishda bunday tashkilotlar muhim ahamiyat kasb etmoqda. Bu borada, masalan, Iqtisodiy hamkorlik va rivojlanish tashkilotining (IHRT) qimmatli bozorlari faoliyatini standartlashtirishga oid xalqaro o'ttizlik guruhi tavsiyalarini (2003 yildan boshlab ularning soni 1985 yildagi 9-tadan⁹² 20-taga etgan) keltirish joiz. Bu tavsiyalar (quyidagi jadvallarga qaralsin) asosan xalqaro hisob-kitoblarni, savdo operatsiya lari va depozitar hisoblarni

⁹² Manba: Xorudjiy Sergey, <http://www.horuz.narod.ru/r/NZR2000.htm>.

samaradaorligini oshirishga va ko'proq standartlashtirishga, risklar darajasini pasaytirishga yo'naltirilgan bo'lib har bir mamlakatda markaziy depozitariyni bo'lishini ko'zda tutadi.

№	To'qqizta tavsiya, 1985 yil
1a	Bozorning bevosita qatnashchilari (fond birjasidagi brokerlar va dilerlar) o'rtasidagi bitishuvlarni solishtirib tekshirish T+1 kuniga amalga oshirilishi zarur
1d	Bitishuvlarning solishtirilib bajarilgan detallari hisob-kitoblar tizimi bilan bog'langan bo'lishi lozim
2	Bozorning bilvosita qatnashchilari (institutsonal investorlar va bitishuvlarning boshqa qatnashchilari) bitishuvlar detallari bo'yicha tasdiqqa T+1 kuniga erishishi lozim
3a	Har bir mamlakat rivojlangan va samarali faoliyat yurituvchi yagona Markaziy depozitariysiga ega bo'lishi shart.
3b	Depozitar instrumentlar turining soni iloji boricha keng bo'lishi lozim
3c	Moliyaviy instrumentlar maksimal darajada demateriallashtirilgan bo'lishi maqsadga muvofiq
3d	Agar bir bozorda bir nechta hisob-kitob-kliring depozitariylari bo'lsa, unda ularning faoliyati va me'yorlari o'zaro moslashtirilgan bo'lishi lozim. Bundan maqsad – hisob-kitoblardagi risklarni pasaytirish hamda mablag'lar va o'zaro kafolatlarni samarali ishlatilishiga erishish.
4	Har bir mamlakatga hisob-kitoblar bo'yicha riskni pasaytirishni real vaqtdagi brutto hisob-kitoblar tizimini yoki Lamfalussi ⁹³ tavsiyalariga mos keluvchi bitishuvlar bo'yicha o'zaro hisob-kitoblar tizimini joriy qilish yo'li tavsiya etiladi.
5	«To'lov bo'yicha yetkazish» tamoyili qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq bitishuvlar bo'yicha hisob-kitoblar usuli sifatida qo'llanilishi lozim. Ushbu tamoyil quyidagicha belgilanadi: bir vaqtning o'zida, ohirigacha, qaytarilib olinmaydigan va tezkor yo'l bilan qimmatli qog'ozlarni bir kun ichida pulga uzluksiz asosda almashtirish.
6	Qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq bitishuvlarni bajarishdagi pul to'lovlari barcha moliyaviy instrumentlar bo'yicha bir xilda va bozorlar bo'yicha «o'sha kun ichidayoq» mablag'larni ko'chirish

⁹³ O'nta davlat guruhi markaziy banklarining banklararo netting sxemalari bo'yicha Qo'mita hisoboti (Lamfalussi hisoboti), 1990, (Bank for International Settlements - BIS)

	to'g'risidagi kelishuv asosida amalga oshirilishi lozim.
7a	«Kunlik bajarilish tizimi» barcha bozorlarda qabul qilinishi lozim.
7b	Bitishuvlarni natijaviy bajarilishi T+3 kundan kechikmasdan sodir etilishi lozim.
8a	Qimmatli qog'ozlar bo'yicha bitishuvlarga oid hisob-kitoblarni tezlashtiruvchi usul sifatida qimmatli qog'ozlarni qarzga berishni qo'llab-quvvatlash lozim.
8b	Ushbu amaliyotni cheklovchi qonuniy va fiskal to'siqlarni olib tashlash lozim.
9a	Qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiya lar bo'yicha hujjat almashinuvi uchun standartlashtirish bo'yicha Xalqaro tashkilot standartlari (ISO 7775) qabul qilinishi lozim.
9b	Mamlakatlar ISO 6166 standartiga mos ravishda qimmatli qog'ozlarni numerasiyalashning ISIN tizimini qo'llashi lozim.

<i>No</i>	20-ta tavsiya, 2003 yil.
	<i>O'zaro mos operatsiya lar global tarmog'ini tuzish.</i>
1.	Avtomatlashtirilgan kommunikasiyalarni joriy qilish asosida qog'ozli hujjatlar almashinuvini yo'q qilish.
2.	Ma'lumotlar standartlari va protokollarini garmonizatsiyalashtirish.
3.	Informasiyani ochib berishning tavsiya etilayotgan standartlarini ishlab chiqish va joriy qilish.
4.	Turli hisob-kitob depozitar tizimlar va ular bilan bog'liq to'lov va diling tizimlari o'rtasidagi vaqt oraliqlarini sinxronlashtirish.
5.	Institutsional investorlar bitishuvlari bo'yicha solishtirib tekshirishni avtomatlashtirish va standartlashtirish.
6.	Markaziy hisob-kitoblar tashkilotlaridan foydalanishni kengaytirish.
7.	Hisob-kitoblarni tezlashtirish uchun qimmatli qog'ozlar bo'yicha qarz va garovga berishni ruxsat etish.
8.	Aktivlar bo'yicha xizmat ko'rsatish jarayonlarini avtomatlashtirish va standartlashtirish. Bu o'z ichiga quyidagilarni oladi: korporativ harakatlar, soliq imtiyozlaridan foydalanish, norezidentlar tomonidan qimmatli qog'ozlarga egalik qilishni cheklash.
	<i>Risklarni yumshatish.</i>

9.	Kliring va hisob-kitoblarni amalga oshiruvchi tashkilotlarning moliyaviy barqarorligini ta'minlash.
10.	Hisob-kitob va depozitar tashkilotlar mijozlarining risklarini boshqarililishini kuchaytirish.
11.	Aktivlarni bir vaqtning o'zida va natijaviy ko'chirishni hamda ularga oson ega bo'lishni ta'minlash.
12.	Fors-major holatlarda faoliyatni samarali rejalashtirish va amalga oshirilishini ta'minlash.
13.	Tizimli ahamiyatga ega bo'lgan tashkilotlarda mumkin bo'lgan nosozliklarni mavjud ekanligiga e'tibor berish lozim.
14.	Kontraktlarni majburiy bajarish ehtimolini baholashni kuchaytirish.
15.	Qimmatli qog'ozlarga bevosita (to'g'ri) va bilvosita egalik bo'yicha qonuniy aniqlikni oshirish.
16.	Natijaviy netting tartibini va bitishuvni nihoyasiga etkazmaslik chog'ida vujudga keluvchi zararni baholashning rivojlangan tizimini tan olish va qo'llab-quvvatlash.
	<i>Boshqarilish darajasini oshirish</i>
17.	Kliring va depozitariy tashkilotlari rahbarlari tomonidan tegishli malaka va tajribaga ega bo'lgan shaxslarni tayinlanilishini ta'minlash.
18.	Kliring va hisob-kitob tarmoqlariga erkin kirishni ta'minlash.
19.	Hisob-kitob va depozitar tashkilotlar muassislari manfaatlariga nisbatan majburiy va samarali diqqat-e'tiborni ta'minlash.
20.	Hisob-kitob va depozitar operatsiya larni amalga oshiruvchi tashkilotlarni muntazam muvofiqlashtirish va nazorat qilinishini rag'batlantirish.

Jadvallardan ko'rinib turibdiki, bu tavsiyalar moliya bozorlari sifati va samaradiligini oshirishga qaratilgan.

Umuman olganda, barcha xalqaro moliya institutlarining faoliyat matlabi (predmeti) milliy moliya tizimlarini barqarorlashtirish va globallashtirish sari rivojlantirishga qaratilgan.

Savollar

1. Xalqaro moliya institutlari moliya bozorlarida qanday faoliyatlar yuritadi?

2. Xalqaro moliya institutlarining moliya bozoridagi roli nimadan iborat?
3. Xalqaro o'ttizlik guruhining 20 tavsiyasi nimaga kerak?
4. Qanday yirik xalqaro moliya institutlarini bilasiz?

Topshiriqlar

1. Asosiy xalqaro moliya institutlarining investision faoliyatini tahlil qiling.
2. Xalqaro moliya institutlarining regulyativ faoliyatini tavsiflang.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

VII bob. MOLIIYA BOZORI SAVDO TIZIMLARI, ULARNING FAOLIYATI VA ROLI

7.1. Moliya bozorlarining savdo tizimlari va ularning iqtisodiyotdagi roli

Moliya bozorida moliyaviy instrumentlar savdosini tashkillashtiruvchi va savdo jarayonlarini ta'minlashga xizmat ko'rsatuvchi institutlar uning savdo tizimi tuzilmasini tashkil qiladi.

Hozirda moliya bozori savdo tizimlari – moliyaviy instrumentlarining (pul, kreditlar, valyuta, qimmatli qog'ozlar) bozor muomalasi jarayonlarini tashkillashtiruvchi shakllar, usullar va normalar (tegishli tartib-qoidalar, qonuniy-me'yoriy hujjatlar), tradisiyalar (jumladan etika normalari), tamoyillar hamda ushbu jarayonlarni normal kechishiga xizmat ko'rsatuvchi professional qatnashchilar majmuasidan iborat murakkab savdo industriya sifatida tashkillashgan bozor mexanizmi.

Boshqacha qilib aytganda, savdo tizimi – bu bitishuv to'g'risida shartnoma tuzishni, tuzilgan shartnoma parametrlarini tekshirish, kliringni (hisob-kitobni) amalga oshirish, bitishuv talablarini oxirigacha ijro qilish (to'lovni amalga oshirish va qimmatli qog'ozlarni yangi egasiga berish) imkoniyatlarini beruvchi texnik, texnologik va tashkiliy vositalar majmuasidan iborat murakkab savdo industriya sifatida tashkillashgan bozor mexanizmi.

Savdo tizimlarida moliya bozorining tovari (I va II boblarga qaralsin) bo'lgan turli moliyaviy instrumentlar bozor muomalasi jarayonlarida bo'ladi. Bu jarayonlarda moliya bozorining barcha qatnashchilari ishtirok etadi (V va VI boblarga qaralsin).

Moliya bozorining savdo tizimlarini moliyaviy instrumentlar turi bo'yicha quyidagicha ajratish mumkin:

- qimmatli qog'ozlar savdosi tizimlari;
- pul vositalari (masalan, plastik kartochkalarining turli xillari) va valyuta (xorijiy EKV) savdosi tizimlari;
- kreditlar savdosi tizimlari;
- sug'urta instrumentlari (polisleri) savdosi tizimlari;

- moliyaviy (valyuta) qiymatga ega bo'lgan antikvariat va yuvelir buyumlari, qimmatbaho metall va toshlar hamda noyob (kamyob) elementlar (radiaktiv) savdosi tizimlari.

Pul vositalari savdosi banklar tomonidan amalga oshiriladi. Bunda banklarning mahsulotlari savdo markazlari (uylari) ham bo'lishi mumkin.

Valyutalar savdosi tizimi misolida *FOREX* xalqaro elektron tizimini va valyuta almashtirish shahobchalari majmuasini keltirish mumkin.

Kredit resurslari banklararo kredit bozorlarida savdo qilinadi, banklar va kredit tashkilotlarida (ittifoqlarida) oldi-berdisi amalga oshiriladi.

Sug'urta polisleri sug'urta kompaniyalari tomonidan anderrayterlar va agentlar yordamida sotiladi.

Valyuta qiymatiga ega bo'lgan antikvariat va yuvelir buyumlari maxsus auktsionlarda savdo qilinadi. Bunda lombardlar ham ishtirok etadi.

Qimmatbaho metall va toshlar hamda noyob elementlar maxsus auktsionlarda savdo qilinadi.

Moliya bozorining eng katta savdo tizimlaridan qimmatli qog'ozlar (fond) birjalari va birjadan tashqari elektron savdo tizimlari hisoblanadi. Bularidan tashqari qimmatli qog'ozlar bozorida maxsus fond do'konlari, Internet-broker (Internet-treyder) tarmoqlari, «chakana ko'cha» va/yoki anderrayterlik (chakana savdo) tarmoqlari mavjud.

Aytish joizki, jahon savdo amaliyotida 50-dan ziyod turli xil elektron savdo tizimlari mavjud bo'lib, ularning yarmisi fyucherslar savdosiga xizmat qiladi.

Hozirda qimmatli qog'ozlar savdo tizimlari turli bazisli (valyutali, tovar-xom ashyoli, indeksli, foiz stavkali, qimmatli qog'ozli va h.k.) qimmatli qog'ozlar muomalasini tashkillashtiradi. Bu esa qimmatli qog'ozlar bozori savdo tizimlarini boshqa savdo tizimlarga qaraganda ancha kengligi va salmoqliligidan dalolat beradi, demak ularning iqtisodiyotdagi va moliya bozorida roli kattaligini bildiradi.

Qimmatli qog'ozlar bozorida va uning savdo tizimlarida turli bitimlar tuziladi (qo'shimcha tarzda 1.5-paragrafga qaralsin). Bunday bitimlar doirasida turli operatsiyalar bajariladi.

Investorlar tomonidan sotib olingan qimmatli qog'ozlar birja bozorlari va birjadan tashqari bozorlarda qayta sotilishi mumkin. Investorlar qimmatli qog'ozlarga doir bitimlarni qimmatli qog'ozlar

bozori professional ishtirokchilari orqali ham, mustaqil holda ham amalga oshirishlari mumkin.

Egasi yozilgan shuningdek, yuridik shaxslar ishtirokida tuziladigan egasi yozilmagan qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar tomonlarning o'z xohish-irodalarini izhor etganliklarini qayd etish imkonini beradigan hujjat shaklida amalga oshiriladi.

Xususiyashtirish jarayonida aksiyalarga oid bitimlar birjadan tashqari bozorda mustaqil suratda, investitsiya vositachilari ishtirokisiz hukumat belgilaydigan tartibda amalga oshirilishi mumkin.

Qimmatli qog'ozlarga doir boshqa bitimlar qonunchilikda belgilangan tartibda amalga oshiriladi.

O'zbekiston Respublikasi hududida qimmatli qog'ozlar yuzasidan tuziladigan bitimlarni tartibga solish birjalardagi va birjalardan tashqaridagi oldi-sotdi bitimlariga, shuningdek qimmatli qog'ozlarni hadya etish, meros qilib olishga, ustav fondiga kiritishga hamda ularning egasini o'zgarishiga olib keladigan boshqa harakatlarni amalga oshirishga nisbatan qo'llaniladi.

Qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchilari bitimlarni faqat qonun hujjatlarida belgilab qo'yilgan shakldagi topshiriq, vositachilik shartnomalari yoki qonunchilikda belgilangan boshqa shartnomalar asosida ularda ko'rsatilgan barcha zarur shartlarga aniq rioya qilgan holda mijozlar hisobidan amalga oshirishlari mumkin.

Mijoz yoki uning topshiriq shartnomasi bo'yicha ishonchli vakili shartnoma bajarilguncha bir yoqlama tartibda uning amal qilishini to'xtatish huquqiga ega.

Qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchilarining qimmatli qog'ozlar bozorida operatsiya larni amalga oshirishlariga ular tegishli litsenzyaga ega bo'lsalar ruxsat etiladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorida amalga oshiriladigan va ularning narxi, egasi, daromad keltirish darajasi o'zgarishi, shuningdek qimmatli qog'ozlar yuzasidan qilinadigan o'zaro hisob-kitoblar bilan bog'liq har bir bitim qonun hujjatlarida belgilangan tartibda ro'yxatdan o'tkazilishi lozim.

Fond birjalari, fond bo'limini tashkil qilgan boshqa birjalar va qimmatli qog'ozlar bilan birjadan tashqari savdolar tashkilotchisi savdolarida tuzilgan qimmatli qog'ozlar bo'yicha bitimlar ular tomonidan tasdiqlangan va qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi bilan kelishilgan qoidalarga asosan ro'yxatga olinadi.

Yuridik shaxslar ishtirokida egasi yozilgan qimmatli qog'ozlar bo'yicha tuzilgan bitimlar, shuningdek egasi yozilmagan qimmatli qog'ozlar bo'yicha tuzilgan bitimlar ro'yxatdan o'tkazilishi kerak.

Tashkiliy yo'sinda yo'lga qo'yilgan bozorda oldi-sotdi bitimlari tuzish chog'ida bitim tuzish va unga oid hisob-kitoblar sanasi o'rtasidagi vaqt qimmatli qog'ozlar bo'yicha savdolar tashkilotchisi qoidalari, boshqa hollarda esa oldi-sotdi shartnomalari asosida belgilanadi. Belgilangan muddatlar buzilgan taqdirda bitim haqiqiy emas deb hisoblanadi va yetkazilgan zarar uchun bitimning aybdor tomoni, agarda uning aybdor ekanligi aniqlansa, javobgarligiga sabab bo'ladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorida savdolarni tashkil etish ma'lum tartib va xususiyatlarga ega.

Qimmatli qog'ozlar bozorida savdolarni tashkil etish fond birjalari, qonun hujjatlariga muvofiq fond bo'limini tashkil qilgan boshqa birjalar hamda qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari savdolar tashkilotchilari tomonidan tegishli litsenziya asosida amalga oshiriladi.

Aksiyalar va korporativ obligatsiyalar bilan shuningdek, ularning xosilari yuzasidan birja savdolarini tashkil qilish fond birjalari, hamda markazlashtirilgan tizimda qimmatli qog'ozlarni yagona kotirovkasini ta'minlovchi, bitimlar yuzasidan hisob va hisobotni yagona tartibini ta'minlovchi fond bo'limini tashkil qilgan boshqa birjalar tomonidan amalga oshiriladi.

Birja savdolarini markazlashtirilgan tizimi qonunchilikda belgilangan tartibda fond birjalari va fond bo'limini tashkil qilgan boshqa birjalar tomonidan tashkil qilinadi.

Boshqa turdagi qimmatli qog'ozlar bilan birja savdolarini tashkil qilish tartibi qonunchilik bilan belgilanadi.

Qimmatli qog'ozlar bozorida (savdo tizimlarida) narxlar kotirovkasi quyidagi tartibda amalga oshiriladi.

Qimmatli qog'ozlar narxini kotirovkalash fond birjalari tomonidan markazlashtirilgan tartibda, shuningdek birjadan tashqari bozorda dilerlar tomonidan amalga oshiriladi.

Fond birjalari qimmatli qog'ozlar narxini kotirovkalashni bitim narxini, qimmatli qog'oz kursini, qimmatli qog'oz bo'yicha talab va taklif narxini qayd qilish, narxlarning eng baland va eng past darajalarini aniqlash orqali amalga oshiradilar.

Narxlarni emitentlarning o'zlari kotirovkalashiga yo'l qo'yilmaydi.

Umuman olganda, qimmatli qog'ozlar bozorida savdo operatsiya lari to'rt bosqichda amalga oshirilishi mumkin:

- bitishuvni (shartnomani) tuzish;
- tuzilgan bitishuv parametrlarini tekshirish (solishtirish);
- qimmatli qog'ozlar bo'yicha savdoni amalga oshirish;
- bitishuv talablarini oxirigacha ijro qilish (to'lovni amalga oshirish va qimmatli qog'ozlarni yangi egasiga berish). Ushbu bosqich hisob-kitob tizimi tomonidan amalga oshiriladi.

Fond bozori savdo tizimlarida qimmatli qog'ozlarning turlariga qarab ular bo'yicha savdo shakllari, usullari, metodlari va mexanizmlari ma'lum darajada farqlanishi mumkin. Shu munosabat bilan savdo tizimlarini quyidagicha tasniflash mumkin:

- emissiyalanuvchi qimmatli qog'ozlar savdosi tizimi;
- emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozlar savdosi tizimi;
- bazaviy qimmatli qog'ozlar savdosi tizimi;
- bazisli qimmatli qog'ozlar (derivativlar, ya'ni xosilaviy qimmatli qog'ozlar) savdosi tizimi;

Savdo tizimlarini qimmatli qog'ozlar bozori segmentlari bo'yicha ham tasniflash mumkin:

- birlamchi tarzda ilk bor joylashtiriladigan qimmatli qog'ozlar savdosi tizimi (birlamchi bozor savdo tizimi);
- ikkilamchi bozor (spekulyativ) savdo tizimi.

Ushbu savdo tizimlari birjaviy va birjadan tashqari bozorlarda mujassamlashgan.

Yuqorida aytilganlardan ko'rinib turibdiki, savdo tizimlari moliya bozorida muhim rol o'ynaydi. Ularning bu roli o'zlarida moliya bozorining barcha qatnashchilari uchun moliyaviy instrumentlar bo'yicha samarali savdo jarayonini tashkillashtirish, unda yetarli va qulay shart-sharoitlar yaratish hamda bu jaryonda obyektiv bozor narxlarini belgilash bilan ifodalanadi.

Savdo tizimlari quyidagi vazifalarni bajaradi:

- har bir savdo qatnashchisiga bozordan alohida joy ajratib berish;
- narx-navoning muvozanat va obyektiv darajasini arbitraj asosida aniqlash;
- savdo jarayonida taraflar tomonidan savdo ijrosini aniq, to'liq, o'z vaqtida va kafolatli bajarilishini ta'minlash;
- savdolarini ochiqlik va oshkoralik asosida tashkillashtirish;
- savdo qatnashchilari tomonidan etika (hulq-atvor) normalariga va kodeksiga rioya qilinishini ta'minlash.

Savdo tizimlarining funksiyasi – bu o‘zi orqali moliyaviy resurslarni samarali va obyektiv narxlarda iqtisodiyot sub’yektlari o‘rtasida taqsimlanishini va qayta taqsimlanishini ta’minlash.

Savdo tizimlarining emitentlar, investorlar va professional moliya institutlari bilan o‘zaro bog‘liqlikda moliya bozoridagi va umuman iqtisodiyotdagi roli va faoliyat samalarini 1-chi, 2-chi va 3-chi ilovalarda keltirilgan analitik ma’lumotlardan ko‘rish mumkin.

Aytish joizki, moliya bozori savdo tizimlarining yuqorida aytilgan roli asosan ulardagi tovarlar (ya’ni moliyaviy instrumentlar) turlari, xossa va xususiyatlariga, sifat ko‘rsatkichlariga bog‘liq.

Umuman olganda savdo tizimida ma’lum bir turdagi va sifatga ega bo‘lgan, savdoga qo‘yilgan tovar (jumladan, tovarga tuzilgan standart kontrakt) muomalada bo‘ladi.

Birja tovari – birja savdosi obyektini bo‘lib, uning sifatida turli standartlangan va sertifikatlangan tovarlar bo‘lishi mumkin, masalan, qimmatli qog‘ozlar, xom-ashyolar, mulk, kredit, valyuta va h.k.

Savdo tizimlari tomonidan tovarlarga ma’lum talablar qo‘yiladi: standartlilik, bir xil sifat (sertifikatlangan), bir tovarni boshqa partiyadagisi bilan almashuvchanligi, tovarning miqdor o‘lchamliligi.

Savdo mexanizmi tovarning obyektiv (real) narxini (bahosini, kotirovkasini) talab va taklifga bog‘liq tarzda belgilaydi. Tovar kotirovkasi o‘zgaruvchan bozor kon’yunkturasi sharoitida savdo qatnashchilari uchun muhim orientir bo‘lib xizmat qiladi, ya’ni tovar ishlab chiqaruvchining sifat darajasini va bozordagi mavqeini aks ettiradi, tovar ishlab chiqaruvchi va xaridor orasidagi uzviy bog‘liqlikni o‘rnatadi. Bu jarayonda savdo tizimi tovar kotirovkasini belgilash (o‘rnatish) orqali xaridor, ishlab chiqaruvchi va vositachiga ko‘maklashadi, ularni o‘zaro bog‘lab bozor munosabatlarini tartiblashtiradi.

Umuman olganda, moliya bozori savdo tizimlari tovarlarning sifat darajasini bozor savdosi qatnashchilari tomonidan savdo jarayonida barqarorligini ta’minlanilishini tartiblashtiradi.

Savollar

1. Moliya bozori savdo tizimi tushunchasi qanday talqin qilinadi?
2. Savdo tizimlarining qanday turlarini bilasiz?
3. Qanday savdo tizimlarida qanday bitishuvlar tuziladi?
4. Savdo tizimlarida operatsiya larning qanday bosqichlari mavjud?
5. Savdo tizimlari qaysi belgilar bo‘yicha tasniflanadi?
6. Savdo tizimlarining vazifalari va funksiyasi nimalardan iborat?

7. Moliya bozori savdo tizimlarining savdo obyektlarini nimalar tashkil etadi?

8. Tovarlariga qanday talablar qo'yiladi?

9. Kotirovka nima?

Topshiriqlar

1. Jahon moliya bozori savdo tizimlari va ularning tovarlari muomalasi to'g'risida elektron prezentasiya tayyorlang.

2. Terminlar lug'atini tuzing.

7.2. Birjalar va ularning faoliyati

Mazmuni va tushunchalar

Birja tushunchasi keng ma'noda moliya bozori va savdo tizimlarining mazmuni, vazifalari va funksiyasidan kelib chiqib ta'riflanadi (1.1- va 7.1-paragraflarga qaralsin), ya'ni *fond birjasi* – bu:

- muntazam reglamentlangan rejimda faoliyat yurituvchi ulgurji bozorning alohida tashkiliy-huquqiy shakli bo'lib, unda tovar sifatida birja ekspertizasidan o'tgan va savdoga kiritilgan qimmatli qog'ozlar hisoblanadi;

- sotuvchi va xaridorni bir-biri bilan uchrashtirish yo'li orqali qimmatli qog'ozlarni savdosiga ko'maklashuvchi mexanizm;

- qimmatli qog'ozlar savdosini tashkillashtiruvchi va bunda savdo qatnashchilari uchun yetarli va qulay sharoitlar yaratuvchi yuridik shaxs;

- qimmatli qog'ozlarga bo'lgan talab va taklifga binoan belgilangan tartib-qoida (davlat qonunlari hamda birja Ustavi va ichki me'yoriy hujjatlari), ochiqlik va oshkoralik asosida savdolarini ma'lum vaqtda o'tkazadigan joy (savdo maydoni);

- qimmatli qog'ozlarning bozor kursini (narxini) belgilovchi, muntazam va ochiq tarzda joriy birja kotirovkalarini e'lon qilib boruvchi tashkilot.

Umuman olganda, *fond birjasi* – yuqorida sanab o'tilgan xossalarga ega bo'lgan maxsus maqomli yuridik shaxs.

Demak, *Fond birjasi* – qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchisi bo'lib uning faoliyati predmeti fond bozorining professional ishtirokchilari uchun muayyan joyda va belgilangan vaqtda qimmatli qog'ozlar bo'yicha savdolarini tashkil qilish, ularning bozor narxlarini (qimmatli qog'ozlarga bo'lgan talablar va takliflar o'rtasidagi

muvozanatni aks ettiruvchi narxlarni) aniqlash, ular yuzasidan muvofiq ma'lumotlarni tarqatishdan iborat.

Birjaviy faoliyat o'zida birja xossalari asosida qimmatli qog'ozlarning birja bozorini tashkillashtirishga yo'naltirilgan haraktlar majmuasini ifodalaydi.

Fond birjasi fazosini uch zonaga ajratish mumkin:

- birjaning o'ziga (xo'jaligiga);
- brokerlik idoralari va birja a'zolari vakolatxonalariga;
- mijozlar zonasiga.

Birjaviy faoliyat tamoyillari savdo tizimlari tamoyillariga mos.

Jahon amaliyotida birjalar tijorat va notijorat tashkilotlar shaklida tashkil etiladi.

Birja savdolarida faqat birja a'zolari qatnashadi.

Birja listingi – bu qimmatli qog'ozlarni birja byulleteniga kiritilishi bilan birja savdosiga ruxsat berish prosedurasini. Birja listingini o'tkazish tartibi birja savdolari tartibi bilan belgilanadi.

Birja a'zolari – bu birja tomonidan o'rnatilgan tartibda birjadan brokerlik joyini olgan (yoki sotib olgan) yuridik shaxslar. Davlat organlari va ularning xizmatchilari birja a'zosi bo'la olmaydi. Birja a'zolarining huquq va majburiyatlari tegishli qonun hujjatlari, birja Ustavi va birja savdosi tartiblari bilan belgilanadi.

Brokerlik joyi (o'rni) – bu birja savdolari va birja faoliyatida qatnashish huquqi. Bu huquq odatda birja a'zosi tomonidan sotib olinadi.

Birja savdolari – bu birja tomonidan o'tkaziladigan qimmatli qog'ozlar savdolari. Birja savdosi markazlashgan tarzda barcha qatnashchilarga savdoda bir vaqtning o'zida ishtirok etish imkoni bilan o'tkaziladi.

Birja operatsiyasi – bu qimmatli qog'ozlar bo'yicha birja vositachilari (brokerlar) o'rtasida tuzilgan standart bitishuv (shartnoma).

Birja shartnomasi – bu birja tomonidan ro'yxatga olingan birja savdosi natijasi asosidagi narx va miqdorda belgilangan qimmatli qog'ozlar bo'yicha oldi-sotti shartnomasi. Birja shartnomalari birja nomidan va hisobidan amalga oshirilmaydi.

Birja shartnomalari qatnashchilari – bu birja a'zolari. Shartnomalar brokerlik va dilerlik asosida tuzilishi mumkin.

Hisob-kliring xizmati – bu birja yoki maxsus kliring tashkiloti tomonidan birja a'zolariga qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq birja

savdosi jarayonida sodir bo'ladigan o'zaro hisob-kitob operatsiyalari bo'yicha ko'rsatiladigan xizmat.

Birjalarning qisqacha tarixi va rivojlanish tendentsiyalari hamda yirik jahon birjalar (jumladan «Toshkent» Respublika Fond Birjasi) to'g'risidagi o'quv materiallarini mavjud adabiyotlardan talaba mustaqil ravishda o'rganishi tavsiya etiladi.

Birja faoliyati mexanizmi

Fond birjasi o'z faoliyatida qonun hujjatlariga, birja ustaviga hamda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi bilan kelishilgan birja savdolari qoidalariga amal qiladi.

Fond birjasi qonunchilikka muvofiq ro'yxatdan o'tkaziladi va u qimmatli qog'ozlarga doir birja faoliyatini yuritish uchun Davlat mulkini boshqarish bo'yicha vakolatli davlat organidan litsenziya oladi. Birja faoliyati yuritish uchun litsenziya olmagan tashkilot bunday faoliyat yurtishga haqli emas. Qonun hujjatlariga muvofiq fond birjalariga qo'yilgan talablarga javob beradigan boshqa birjalar qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organining yozma xulosasi asosida o'zining tuzilmasida fond bo'limlarini tuzishga haqli.

Boshqa birjalarda fond bo'limlarini tuzishga va faoliyatiga qo'yiladigan talablar qonunchilikda belgilanadi.

Qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyat olib borish huquqini beruvchi ruxsatnoma (litsenziyasi) bo'lgan yuridik va jismoniy shaxslar fond birjasi muassislari bo'lishlari mumkin.

Fond birjalarining a'zolari birjada brokerlik joyini sotib olgan qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchilari bo'lishlari mumkin. Fond birjasi a'zolarining soni birjaning boshqaruv organlari tomonidan boshqariladi. Fond birjasining a'zolari davlat boshqaruv organlari, prokuratura va sud, ularning rahbar xodimlari yoki mutaxassislari bo'lishi mumkin emas.

Fond birjasi a'zolarini savdolarga qo'yish faqatgina ularda qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyat olib borish uchun tegishli litsenziyaga ega bo'lgandan keyin ruxsat etiladi. Boshqa birjaning a'zosi qimmatli qog'ozlar bozorida investitsion vositachi sifatida faoliyat olib borish uchun litsenziyaga ega bo'lsa fond bo'limlari tomonidan tashkil etilgan savdolarda ishtirok etish huquqiga ega.

Qimmatli qog'ozlar bilan birja savdosini amalga oshirish qoidalari birjaning oliy boshqaruv organi tomonidan qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish bo'yicha vakolatli davlat organi bilan kelishilgan holda tasdiqlanadi.

Qoidalarda quyidagilar nazarda tutilmog'i lozim:

- mazkur birjada qimmatli qog'ozlar oldi-sotdisi prinsiplari;
- birja oldi-sotdisi qatnashchilarning tarkibi hamda ularga qo'yiladigan talablar majmui;
- birja savdolarining joyi va vaqti to'g'risida ma'lumot;
- qimmatli qog'ozlarni birja oldi-sotdisiga chiqarish tartibi;
- birja bitimlarining tavsifi;
- mijozlar brokerlarga beradigan topshiriq (buyruq) turlari;
- tuzilgan bitimlar bo'yicha tekshiruv va hisob kitob tartibi;
- oldi-sotdini tashkil etish;
- bitimlarni ro'yxatdan o'tkazish va rasmiylashtirish tartibi;
- qimmatli qog'ozlar muomalasini amalga oshirishda foydalaniladigan shartnoma, hisobot, buyurtma va xabarnomalar hamda birjaga oid boshqa hujjatlar namunalari.

Fond birjalari va boshqa birjalarning fond bo'limlari nizom, qimmatli qog'ozlar savdosi bo'yicha ichki qoidalar, qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish bo'yicha vakolatli davlat organi bilan kelishilgan ustav (fond bo'limining nizomi) asosida xarakat qiladi.

Fond birjasi quyidagi huquqlarga ega:

- birja a'ziligiga kirish uchun zarur bo'lgan qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchilariga qo'yilgan minimal majburiy talablarni belgilash;
 - birja savdolarida a'zolar vakillariga qo'yilgan kvalifikasion talablarni belgilash;
 - birja a'zolarining majlislarini chaqirish va tashkillashtirish;
 - ekspert, kvalifikasion, listing, nazorat, arbitraj komissiyalari, maslahat va ma'lumot byurolarini va ularning ishlari uchun zarur bo'lgan boshqa muassasalarni ta'sis etish;
 - o'z ustaviga muvofiq birja a'zolari to'laydigan kirish va joriy badallarni belgilab, undirib olish bitimlarni ro'yxatga olganlik texnik xizmat ko'rsatganlik uchun, doimiy va bir galgi mijozlardan birjada bo'lganlik uchun haq belgilab, undirib olish, shuningdek birja ustavini, birja yig'ilishlari qoidalarini buzganlik, ro'yxatdan o'tkazish yig'imini vaqtida to'lamaganlik uchun jarima va penyalarni undirib olish;
 - birja buketlari, ma'lumotnomalari, to'plamlarini chop etish;
 - nazorat qiluvchi organlarning qonunga xilof xatti-harakatlari ustidan sud tartibida shikoyat qilishga haqlidir.
- Fond birjasi faoliyatining moliyaviy ta'minoti:
- fond birjasi aksiyalari va paylarini sotish;

- fond birjasidagi brokerlik o'rinlarini sotish;
- fond birjasi a'zolari muntazam to'lab boradigan a'zolik badallari;
- birja bitimlarini ro'yxatdan o'tkazishda olinadigan yig'img'lar;
- birja ustavida nazarda tutilgan axborot xizmati va boshqa oid xizmatlar ko'rsatishdan keladigan daromadlar hisobidan amalga oshirilishi mumkin.

Birja savdosini tashkillashtirish

Fond birjasida savdolar sessiyalar bilan o'tkaziladi. Bu degani, bir vaqtning o'zida birjada har xil turdagi qimmatli qog'ozlar bilan savdo o'tkazilmaydi. Masalan, banklar Aksiyalari uchun alohida sessiya belgilanadi, obligasiyalar bo'yicha esa boshqa sessiya o'tkaziladi va h.k.

Savdo boshlanishiga qimmatli qog'ozlar kurslari ma'lum bo'lib, ularning start kursini kotirovka komissiyasi e'lon qiladi. Keyin esa savdo boshlanadi. Savdo turli usullarda o'tkazilishi mumkin, masalan:

- guruhli, ya'ni kun davomida sotish va sotib olish uchun talablar jamlanib, bir kunda bir yoki ikki marotaba birja savdosiga qo'yiladi;

- uzluksiz, ya'ni sotish va sotib olishga bo'lgan talablar uzluksiz solishtirib boriladi, agar ular mos kelsa, unda savdo sessiyaning istalgan vaqtida sodir etilishi mumkin.

Birja zalida savdo odatda auksion shaklida amalga oshiriladi. Talab va taklifning kichik miqdorida oddiy auksion sotuvchi (sotuvchi auksioni) yoki sotib oluvchi (xaridor auksioni) tomonidan tashkillashtiriladi. Oddiy auksion ingliz turi bo'yicha tashkillashtirilishi mumkin, agar sotuvchilar savdo boshlanishiga qadar qimmatli qog'ozlarini boshlang'ich narxda sotuvga qo'ysa. Auksion jarayonida raqobat asosida berilgan eng yuqori narxda sotuv amalga oshiriladi.

Gollandcha auksionda boshlang'ich narx yetarlicha yuqori miqdorda qo'yilib, auksion savdosi jarayonida ketma-ket pasaytirilib boriladi toki, xaridorlardan biri taklif qilingan oxirgi narxga rozilik bildirmagunicha.

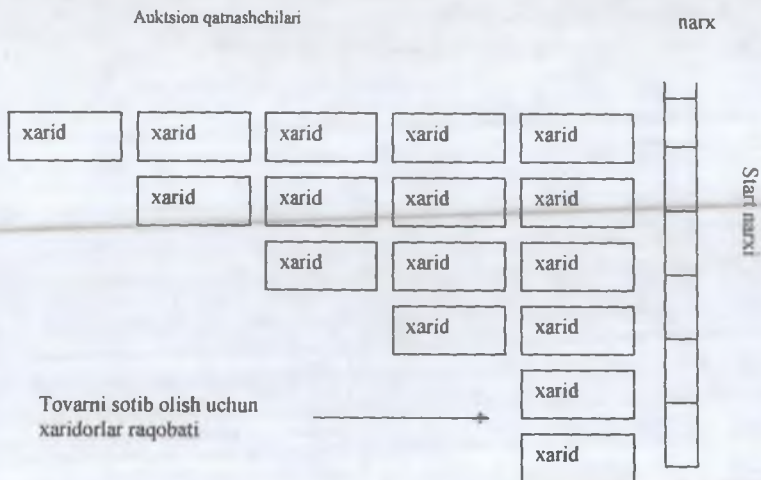
Oddiy auksion turlaridan biri, bu sirtqi auksion yoki yashirish auksion hisoblanadi. Bunda xaridorlar bir vaqtning o'zida o'z talablarini taklif qiladilar. Natijada qimmatli qog'ozni auksionda kim eng yuqori narxini taklif qilsa, o'sha sotib oladi. Bunday auksionda Moliya vazirligi qisqa muddatli obligasiyalarini joylashtiradi. Oddiy auksionda sotuvchi yoki xaridor raqobati nazarda tutiladi.

Qo'sh auksionda sotuvchi va xaridor o'rtasidagi bir vaqtdagi raqobat nazarda tutiladi. Auksionning bu shakli fond birjasi savdosi tabiatiga to'liq mos keladi. Qo'sh auksionning ikki turi ma'lum:

- onkol auksion, bu turi birja bozori yetarlicha likvid bo'lmaganida sodir bo'ladi. Bunda sotuvchi va xaridor talablari dastlabki tarzda ma'lum hajmgacha jamlanib boriladi, keyin esa baravariga ijro etish uchun birjaning savdo zaliga qo'yiladi;

- uzluksiz auksion likvid birja bozori sharoitlarida qo'llaniladi.

Auksion qichqiriqlar shaklida amalga oshirilishi mumkin. Bunday shakl elektron tablo yoki grifel taxtacha va komp'yuterlar yordamida amalga oshiriladi. Oddiy auksion mexanizmi 7.2.1-rasmda keltirilgan.



Auksion o'tkazish joyi

Sotuvchi

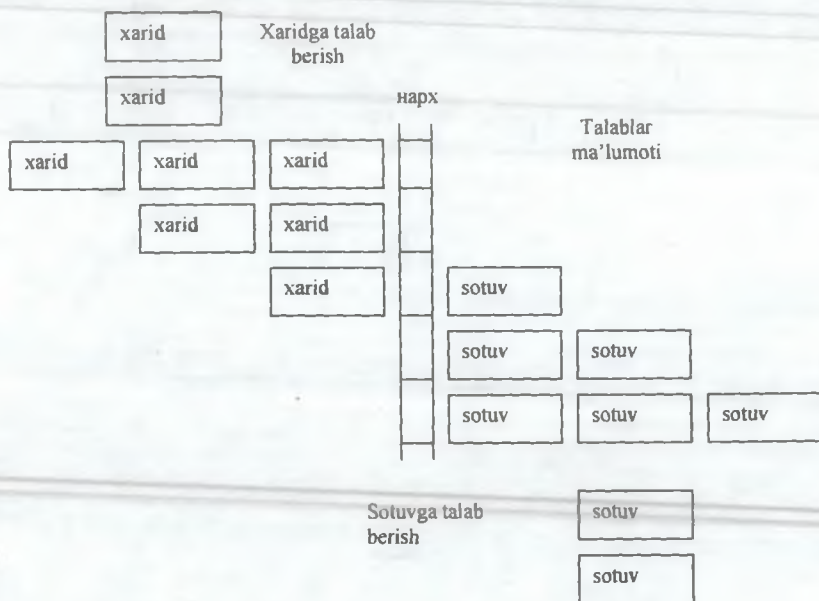
Sotish

Sotishga dastlabki talab berish

7.2.1-rasm. Oddiy auksion bozori

Oddiy auksion bozorlari (7.2.1-rasm) har doim ham samarali bo'lmaydi. Masalan, oddiy auksion doirasida asosan savdoga birinchi bo'lib tovarini qo'ygan sotuvchi qulay holatda bo'ladi, chunki birinchi xaridorlar bu tovarga, yuqori narx berishga rozi bo'ladilar. Auksiondan qatnashchilar chiqib ketishiga qarab, narx pasayib boradi, natijada har bir keyingi sotuvchi (o'zining tovarini sotishi huquqidagi navbati ila) undan oldingi sotuvchiga nisbatan yomonroq sharoitda bo'ladi. Shuning uchun bir xil tovar sotuvchilar qancha ko'p bo'lsa, oddiy auksion o'tkazishga asos kamayib boradi. Natijada rivojlangan mamlakatlarda oddiy auksionlar keng tarqalmagan.

Qo'sh auksion mexanizmi 7.2.2-rasmda keltirilgan.



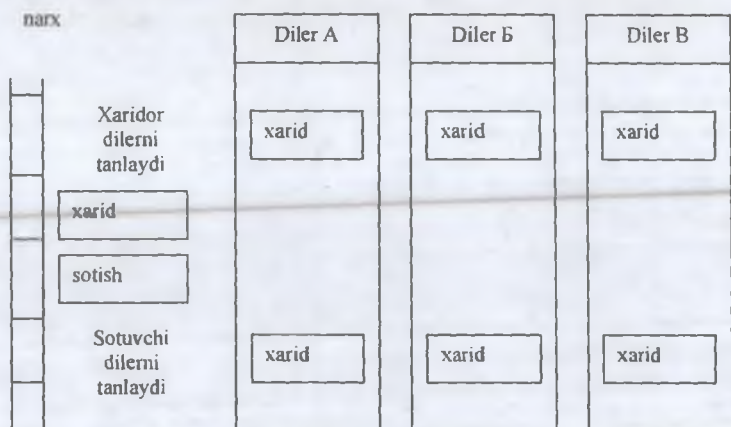
7.2.2-rasm. Qo'sh auksion bozori

Bunda eng katta hajmda sodir etilgan savdo narxlari rasmiy asos qilib olinadi. Bu rasmiy narxni qoniqtirmagan talablar bajarilmasdan qoldiriladi. Keyin esa tushgan talablarni yana jamlash boshlanib, savdo jarayoni yangidan qaytariladi.

Agar qimmatli qog'ozlarga talab yuqori bo'lib doimiy taklif qilinsa, unda uzluksiz auksionlar tashkillashtiriladi.

Uzluksiz qo'sh auksion yuqori likvid va katta hajmdagi bozorlarda qo'llaniladi.

Har doim ham qimmatli qog'ozlarga talab yuqori bo'laver-maganidan qatnashchilar birjadan tashqari diler bozorini shakllan-tiradilar. Bunday bozor 7.2.3-rasmda keltirilgan. Bunda dilerlar oldindan narxi e'lon qilingan qimmatli qog'ozlarni xaridor talabi bo'yicha sotishga majburdir.

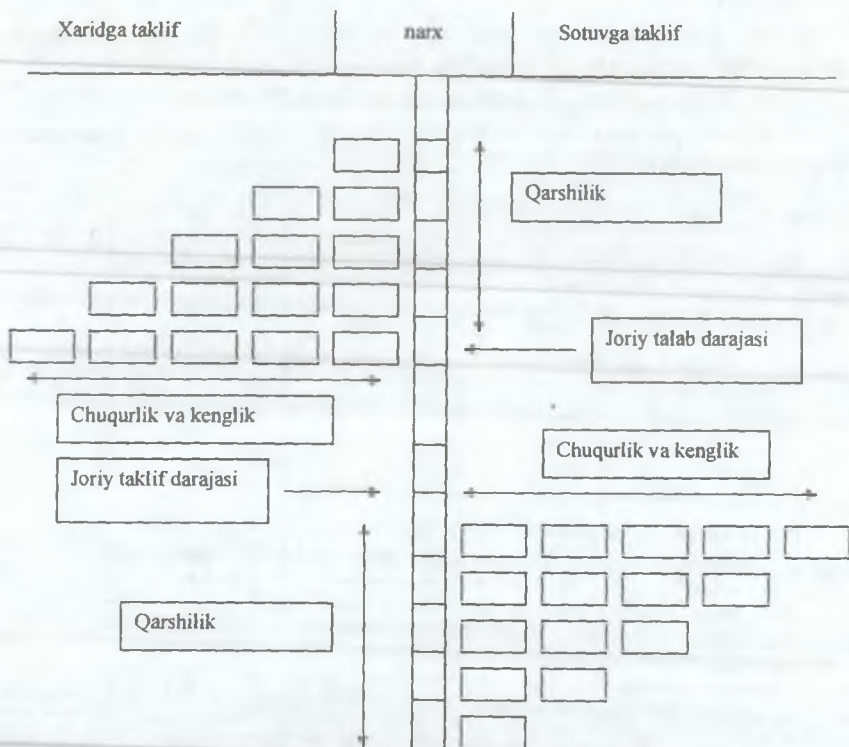


Dilerlar sotish yoki xaridga qat'iy takliflar beradilar va e'lon qilingan narxlarda shartnomalar tuzish majburiyatini oladilar

7.2.3-rasm. Diler bozori

Ikkilamchi bozor sxemasi 7.2.4-rasmda keltirilgan. Uning asosiy xarakteristikalar: bozorning chuqurligi, kengligi va qarshilik darajasi hisoblanadi. Bozorning chuqurligi va kengligi narxning har bir konkret darajasida talab va taklifning hajmi bilan belgilanadi. Qarshilik darajasi esa savdo qatnashchilari sotish yoki xarid qilishga tayyor bo'lgan narxlar diapazonini ifodalaydi. Bu diapazon qanchalik keng bo'lsa, bozorni likvid bo'lib qolishi ehtimoli shuncha ko'p bo'ladi.

Har bir savdo qatnashchisi narxlar prioritetiga rioya qilish kerakligini biladi. Boshqa teng sharoitlarda esa ikkinchi prioritetga (ya'ni hajmga) rioya qilinishini ham biladi.



7.2.4-rasm. Likvid ikkilamchi bozor elementlari

Qimmatli qog'ozlar kotirovkasi birja faoliyatining har bir kunida narxlarni aniqlash va belgilash hamda bu narxlarni birja byulletenlarida majburiy e'lon qilish mexanizmini ifodalaydi. Birja tomonidan ro'yhatga olingan shartnomalar bo'yicha qimmatli qog'ozlarni qo'ldan qo'lga o'tishi narxi birja kursi deyiladi.

Birja kurslari kotirovkasining quyidagi ikki usuli mavjud:

- yagona kurs usuli;
- ro'yxatga olinuvchi kurs usuli.

Kurslar kotirovkasini belgilash jarayoni quyidagi asosiy tartiblarga rioya qilish negizida amalga oshiriladi:

- yagona birja kursi eng ko'p savdo shartnomalari miqdori ta'minlangan darajada belgilanadi;

- «ixtiyoriy kurs bo'yicha sotish» va «ixtiyoriy kurs bo'yicha sotib olish» talablari birinchi navbatda qondiriladi;

- birjaviy shartnomalar haridning maksimal narxlari va sotishning minimal narxlari asosida sodir etiladi. Bunday narxlarga yaqin bo'lgan talablar qisman qondiriladi;

- birjadagi talablar va shartnomalar sonini oshishiga olib keluvchi yagona birja kursidan kam bo'lgan narxlardagi talablar qondirilmaydi.

Birja byulletenlarida barcha narxlar ko'rsatilavermaydi, balki faqat birja kunidagi narxlar dinamikasini o'zida to'liq ifodalovchi chegaraviy narxlar keltiriladi.

Savollar

1. Fond birjasining mazmuni nimadan iborat?
2. Birja tovari nima?
3. Birjaviy faoliyat mexanizmi qanday bo'ladi?
4. Birja savdolari qanday tashkillashtiriladi?
5. Birjada qanday auktsionlar tashkillashtiriladi?
6. Birja kurslari va kotirovkalari nima?

Topshiriqlar

1. Birja tovarining xossa va xususiyatlarini yoritib bering.
2. Birja savdosi tartibini yoritib bering.
3. Birjaning iqtisodiyotdagi rolini ifodalang.
4. Jahonning yirik birjalarini va O'zbekiston birjalarini o'rganing (Internet-saytlaridan).
5. Terminlar lug'atini tuzing.

7.3. Elektron savdo tizimlari va ularning faoliyati

Jahon savdo amaliyotida hozirga kelib, tradision birja tizimiga alternativa sifatida, savdoning yangi shakli, ya'ni birjadan tashqari elektron savdo tizimlari, keng tarqaldi. Bunday tizimlarning paydo bo'lishiga va jadal sur'atlar bilan rivojlanishiga bozor hajmi va talablarini haddan tashqari oshganligi, zamonaviy axborot kommunikasiyalar texnologiyalarini (komp'yuter texnikasi, informatsion texnologiyalar va

aloqa telekommunikatsiyalari) bozor iqtisodiyoti hayotiga va biznesga keng kirib kelishi sabab bo'ldi.

Elektron savdo tizimi – bu tovarlarning (savdo obyektlarining) birjadan tashqari savdosini tashkiliy vositalar va axborot texnologik kommunikatsiyalar majmuasi yordamida bir butun informatsion fazoda tashkillashtiruvchi tashkiliy-huquqiy shaklda (yuridik shaxs maqomida) tuzilgan murakkab tarmoqlangan savdo tizimi bo'lib, o'z qatnashchilariga bitishuv to'g'risida shartnoma tuzish, tuzilgan shartnoma parametrlarini tekshirish, kliringni (hisob-kitobni) amalga oshirish, bitishuv talablarini oxirigacha ijro qilish (to'lovni amalga oshirish va qimmatli qog'ozlarni yangi egasiga berish) bo'yicha qulay va yetarli imkoniyatlarni beruvchi tashkillashgan bozor mexanizmi. Bunda savdo qatnashchilari bir-birlari bilan virtual informatsion, uzluksiz savdo rejimida real tovarlar savdosi muomalasiga kiradilar. Ushbu tizimda turli xil tovar (jumladan qimmatli qog'ozlar) muomalada bo'lishi mumkin.

Qimmatli qog'ozlar bo'yicha birjadan tashqari savdolar tashkilotchisining faoliyati deganda, investorlarga vositachilarni yollamasdan turib savdolarida qatnashish imkoniyatini beruvchi arizalar qabul qilish punktlari, maxsus komp'yuter savdo tizimlaridan foydalanishning belgilangan qoidalari bo'yicha qimmatli qog'ozlar savdosini tashkil qilish faoliyati tushuniladi.

Birjadan tashqari savdolar tashkil qilish, shuningdek birjadan tashqari listinglar qoidalari qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari savdosi tashkilotchisi tomonidan qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish buyicha vakolatli davlat organi bilan kelishgan holda belgilanadi.

Birjadan tashqari listing - qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari savdoga ularni birjadan tashqari byulleteniga kiritgan holda, savdoga qo'yishdir.

Birjadan tashqari savdolar tashkilotchisi qonun hujjatlarida o'rnatilgan tartibda o'tkazilayotgan savdolarning oshkoraligi va ommaviyligini ta'minlashi lozim.

Elektron savdo tizimi faoliyati o'ziga quyidagi bosqichlarni kiritadi:

- tizimga kirish va uning himoyasi;
- savdo obyekti to'g'risidagi bozor informatsiyasini ko'rib chiqish (kuzatish);
- tizimga bitishuvlarni sodir qilishga talablarni (buyruqlarni) kiritish;

- uzluksiz savdo rejimida bitishuvlarni tuzish;
- buyruqlar hisobi kitobini yuritish;
- tizimdan foydalanuvchilarga bitishuvlar to'g'risidagi informatsiyani tarqatish;

- har bir bitishuv bo'yicha tizimning faoliyatini nazorat qilish.

Elektron savdo tizimlarining ijobiy tomonlariga quyidagilarni kiritish mumkin:

- savdo operatsiya larini kunning istalgan vaqtida amalga oshirish imkoniyati;

- jahon fond bozorlariga turli regionlardan brokerlarning maksimal kirishi;

- nisbatan kichik miqdordagi operatsion harajatlar;

- savdo qatnashchilari to'g'risidagi informatsiyaning yuqori darajada maxfiyligi (konfidentsialligi);

- traditsion birja savdosidan farqli (odatda xaridorning birgina qulay narxi va sotuvchining narxi), bir vaqtning o'zida bir necha qulay narxlarni ko'rish imkoni mavjud.

Elektron savdo tizimlarining keltirilgan ijobiy tomonlariga qaramasdan ular hozircha to'raligicha amalga oshirila olinmayapti, natijada elektron bozorlarning likvidlilik darajasi nisbatan pastroq bo'lib qolmoqda. Bunda quyidagilarni to'siq sifatida ko'rsatish mumkin:

- elektron savdo dilerlarning o'z operatsiya larida kontragentlari bilan ish yuzasidan mulohaza qilishiga asoslangan professional intuisiyasini to'liq ishlatishiga qiyinchilik tug'dirmoqda;

- buyruqlarning qo'shimcha shartlarini hisobga olish imkoni yo'qligi, ba'zan esa bitishuv ijrosiga buyruqlarni to'xtatish mumkin emasligi.

- tizimda sotiladigan qimmatli qog'ozlarning risklilik darajasining nisbatan yuqoriligi.

Ko'rsatilgan kamchiliklarga qaramasdan, elektron savdo tizimlari jadal rivojlanib bormoqda. Hozirda eng rivojlangan elektron savdo tizimlarini ko'p mamlakatlarda ko'rish mumkin: AQSh, Yevropa Ittifoqi mamlakatlarida, Kanada, Singapur, Yaponiya, Saudiya Arabistoni, Rossiya, Avstraliya va h.k.

Hozirda, jahon savdo amaliyotida ellikdan ziyod turli xil elektron savdo tizimlari mavjud bo'lib, ularning yarmisi f'yucherslar savdosiga xizmat qiladi.

Birjadan tashqari elektron savdo tizimlari o'zlarining savdo, listing, qatnashchilarni saralash va h.k. qoidalariga ega. Misol tariqasida

quyidagilarni keltirish mumkin: NASDAQ (NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*, o'zbekcha – *Dilerlarning avtomatik kotirovka tizimi*), Kanadaning avtomatik savdo tizimi (COATC – *Canadian Over-the-counter Automated*), Singapur fond birjasi qoshidagi avtomatik kotirovka va diling tizimi (SESDAQ – *Singapore Stock Exchange Dealing and Automated Quotation System*), Rossiya savdo tizimlari – RTS, O'zbekistondagi EST «Elsis-savdo» va Banklararo savdo tizimi – MTS (bunda ularni xorij tizimlari bilan solishtirish ancha mushkul) va h.k.

Qiziqarlīgi shundaki, AQSHdagi NASDAQ qimmatli qog'ozlar bo'yicha dilerlarning milliy assosiasiyasi (NASD) qoshida (qaramog'ida) faoliyat yuritadi.

NASD esa o'zini o'zi muvofiqlashtiruvchi nodavlat notijorat tashkilot hisoblanadi. Shunga o'xshash RTS ham Rossiya qimmatli qog'ozlar bozorida faoliyat ko'rsatadi. Umuman olganda RTS shaklan va mazmunan NASDAQ tizimiga o'xshash (analog) tizim.

Elektron savdo tizimlarining qisqacha tarixi va rivojlanish tendentsiyalari hamda tuzilma va faoliyat mexanizmlari to'g'risidagi o'quv materiallarini tegishli mavjud adabiyotlardan talaba mustaqil ravishda o'rganishi tavsiya etiladi.

Savollar

1. Elektron savdo tizimining mazmuni nimadan iborat?
2. Elektron savdo tizimi listingi nima?
3. Elektron savdo tizimida sado qilish qanday bosqichlardan iborat?
4. Elektron savdo tizimlarining ijobiy taraflari va kamchiliklari nimalardan iborat?

Topshiriqlar

1. Elektron savdo tizimlarida savdo tartibini yoritib bering.
2. Elektron savdo tizimlari to'g'risida elektron prezentasiya tayyorlang.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

7.4. Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tizimlari

Hajmi unchalik katta bo'lmagan, maxsus me'yorlar asosida moliyaviy mahsulotlar chakana savdosini tashkillashtiruvchi institutlar moliya bozorining savdo tizimi tuzilmasi tarkibiga kiradi.

Bunday savdo tizimlarining savdo obyekti bo'lib, asosan pul vositalari (plastik kartochkalar, naqd pul), valyutalar (EKV), chakana kreditlar (ssudalar), sug'urta polisleri, antikvariat va yuvelir buyumlari, qimmatbaho metall (platina, oltin, kumush, palladiy va h.k.) va toshlar (olmos, yoqut va h.k.) hamda kamyob elementlar (osmiy, uran, radiy, vismut va h.k.), san'at asarlari (kartinalar, kitoblar, tarixiy qo'lyozmalar va hujjatlar) va numizmat (tarixiy va yubiley tangalar) kolleksiyalari namoyon bo'ladilar (7.1-paragrafqa qaralsin). Antikvariat va yuvelir buyumlarni, qimmatbaho metall va toshlarni hamda kamyob elementlarni, san'at asarlarini odatda dastlabki tarzda ekspertlar va lombardlar tomonidan tekshirilib baholanadi. Ularning bozor narxlari savdo tizimlarida aniqlanadi.

Chakana savdo tizimlari qatoriga, masalan, moliya bozorining birjadan tashqari valyuta (*FOREX*) va qimmatli qog'ozlar elektron savdo tizimlarini qo'shish mumkin (7.3-paragrafqa qaralsin). Bulardan tashqari qimmatli qog'ozlar bozorida maxsus fond do'konlari, Internet-broker (Internet-treyder) tarmoqlari, «chakana ko'cha» va/yoki anderrayterlik chakana savdo tarmoqlari mavjud.

Pul vositalari bo'yicha chakana savdo tizimlariga bankomatlar va banklarning kredit, debet, smart, yo'l kartochkalari, numizmat, maxsus cheklar va h.k. sotish shahobchalari, bo'limlari va markazlari kiradi.

Valyuta chakana savdosi bo'yicha banklarning valyuta almashtirish shahobchalari, valyuta bankomatlari va cheklari, valyuta kartochkalari, *FOREX* xalqaro valyuta elektron savdosi tizimi kiradi.

Yirik kredit resurslari savdosi bo'yicha banklararo kreditlar bozorlari, mayda (chakana tijorat va iste'mol) kreditlar bo'yicha banklarning o'zi va kredit tashkilotlari (ittifoqlari) kiradi.

Sug'urta polisleri sug'urta kompaniyalari tomonidan anderrayterlar va agentlar yordamida chakana savdosi amalga oshiriladi.

Antikvariat va yuvelir buyumlari, san'at asarlari bo'yicha maxsus auksionlar tashkillashtiriladi.

Qimmatbaho metall va toshlar hamda kamyob elementlar bo'yicha maxsus auksionlar tashkil qilinadi. Qimmatbaho metallar bozori (*commodities*) tovarlari hozirda ham, avval ham eng likvid va nufuzli savdo obyektlari hisoblanadi. Chunki har qanday davlatning oltin zahirasi (u o'z ichiga na faqat oltinni, balki platina, palladiy va h.k. elementlarni ham oladi) mamlakat iqtisodiyotining kuch-qudratida o'z aksini topadi. Mos ravishda bunday bozorga investitsiya qilish qimmatbaho metallar narxi kotirovkasi asosida daromad olish imkonini

beradi. Investor bu metallarni har doim valyutaga oson almashtirishi yoki bank depozitiga (kredit olish maqsadida «metall» depozitiga) joylashtirishi va shu bilan birga o'zining asosiy faoliyatini yuritishi mumkin.

Ko'rsatilgan savdo tizimlarining ichida hozirda qimmatli qog'ozlar bo'yicha savdo tizimlari bilan bir qatorda 70-yillar oxirlaridan beri keng foydalanayotganlaridan FOREX (*Foreign Exchange operations* – talab va taklif asosida valyutalar almashtirish bo'yicha operatsiyalar) hisoblanadi.

Hozirda FOREX global ravishda bir butun kommunikasion tarmoqqa birlashtirilgan birjadan tashqari valyuta bozoriga aylangan bo'lib, haftaning dushanba kuni Yangi Zelandiyada ochiladi va juma kuni kechqurun AQSh bozorida yopiladi. FOREX bozorida vaqt poyasi va turli regional qatnashchilarning savdoga chiqishiga bog'liq tarzda kunlik savdoni bir necha sessiyaga bo'linadi (7.4.1-jadvalga qaralsin). Jadvalda FOREX bozoridagi asosiy regional sessiyalar ko'rsatilgan.

7.4.1- jadval.

FOREX bozorining ish vaqti (24 soat), Moskva vaqti (qishki)

Region	Shahar nomi	Ochilish vaqti	Yopilish vaqti
OSIYO	TOKIO	03:00	11:00 – 12:00
	GONKONG	04:00	12:00 – 13:00
	SINGAPUR	04:00	12:00 – 13:00
YEVROPA	FRANKFURT	09:00	17:00 – 18:00
	LONDON	10:00	18:00 – 20:00
AMERICA	NYU-YORK	16:00	23:00 – 24:00
	ChIKAGO	17:00	00:00 – 01:00
PACIFIC	VELLINGTON	00:00	08:00 – 09:00
	SIDNEY	01:00	09:00 – 10:00

Amerika va Osiyo sessiyalari eng agressiv, operatsiya larning eng katta hajmi esa Evropa sessiyasiga to'g'ri keladi. Yangi Zelandiya va Avstraliya sessiyalari eng tinch hisoblanadi. FOREX bozorida 100 foiz likvid bo'lgan pullar (valyutalar) sotiladi va sotib olinadi.

Osiyo, Yevropa va Amerika FOREX bozorlariga to'liq sutka davomida kirish mumkinligi treyder uchun qulay narxlarda savdo qilish imkonini beradi. Bunga qo'shimcha yana 1:100 yelkali kontragent tomonidan beriladigan bank kreditini hisobga olinsa, unda treyderning daromadi keskin oshadi (treyderning nisbatan kichik miqdordagi qisqa

muddatli depozit summasiga bo'lgan yelka). Bunda bitishuvlarni telefon yoki Internet orqali tuzilishi FOREX bozorini barcha biznes kishilariga qulay va jalbdor qiladi.

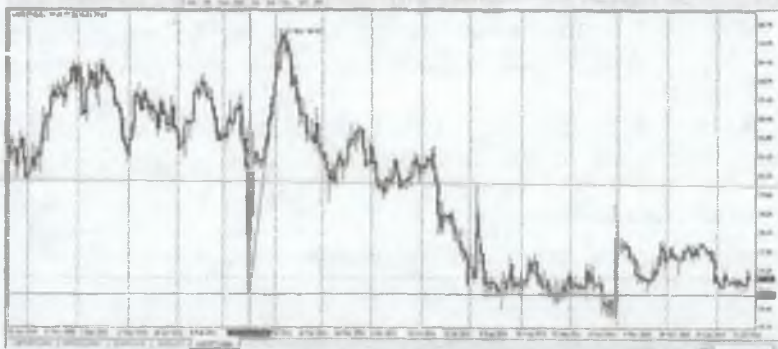
Boshqa bozorlardan farqli FOREX bozori eng katta savdo hajmlari, minimal harajatlari va valyutalarning eng tez harakati bilan ajralib turadi. Bu bozorning likvidlilik darajasi kuniga bir necha trilliongacha oshdi. Hozirda FOREX bozori jahonning ko'pchilik yetakchi banklari va moliyaviy institutlari uchun asosiy daromad manbaiga aylangan. Lekin bu bozorni yuqori riskliligini esdan chiqarish mumkin emas.

Xalqaro valyutalar FOREX bozorida ishtirok etuvchi broker va treyderlarning bosh maqsadi – valyutalar kursiga turli omillar ta'sirida iloji boricha past riskli yuqori miqdorda foyda olish muammosi echimiga erishish hisoblanadi.

Hozirda mazkur muammo echimiga qaratilgan ko'p sonli usullar (arbitraj va ehtimoliy-matematik-statistik modellarga, fundamental va texnik tahlillarga asoslangan usullar)ni qo'llovchi turli strategiya va dasturlar mavjud bo'lib, ularning har biri o'ziga xos xususiyat va imkoniyatlarga hamda ijobiy va salbiy taraflarga ega. Ularni murakkab (arbitraj va ehtimoliy-matematik-statistik modellarga, murakkab fundamental va texnik tahlilga asoslangan) va sodda (tendentsiyalar texnik tahliliga asoslangan) usullar guruhlariga ajratish mumkin. Bunda professional institutlar ko'proq murakkab usullarni qo'llaydi, lekin amaliyotda ular sodda usullar (masalan, Martingel va Voytovich usullari)dan ham foydalanadi.

Umuman olganda hozirda yuqorida qo'yilgan muammoning ideal echimini beruvchi strategiya mavjud emas. Lekin ma'lum holatlar uchun boshqa usul va strategiyalardan ba'zi jihatlari (ayniqsa risk darajasi pastligi va daromad miqdori yuqoriroqligi) bilan farqli bo'lgan takomillashtirilgan savdo strategiyalari ishlab chiqilishi mumkin. Bunga quyidagi holat sabab bo'ladi.

Valyuta bozorida sun'iy ravishda valyuta kurslarini keskin ko'tarilishi holatlari davriyligini kuzatish mumkin. Bunda intervensiya amplitudasini keskin o'sishi, uning keskin qaytishi (pasayishi) va flet (barqarorlik) davri davomiyligi orasida bog'liqlik mavjud bo'lib, buning asosida navbatdagi intervensiya boshlanishi vaqtini tahminan bashorat (prognoz) qilsa bo'ladi. Misol tariqasida 2011 yil davomida Yapon yenasining AQSh dollariga nisbatan kursi bo'yicha bo'lib o'tgan tendentsiyani (7.4.1-rasm) ko'rish mumkin.



7.4.1-rsam. 2011 yilda kuzatilgan uchta intervensiya misolida

Birinchi intervensiya Yaponiya hukumati tomonidan 2011 yilning mart oyida zilzila asosida bo'lgan sunami munosabati bilan eksport salohiyatini barqarorlashtirish maqsadida amalga oshirildi, natijada valyuta kursi keskin ravishda 900 punktga sun'iy tushirildi. Bu esa natijada, valyuta kursining qaytishi va flet uchun 4,5 oy davom etishiga olib keldi. Ushbu 4,5 oylik davr tugagach, navbatdagi intervensiya 2011 yilning 4 avgustida vujudga keltirildi. Intervensiyaning amplitudasi 400 punkt bo'lgani sababli uni davri 3,0 oy davom etdi.

Keyingi intervensiya 2011 yilning 31 oktyabrida 400 punkt miqdorida amalga oshirilib, uning qaytishi va flet davri 2012 yilning fevral oyida ham davom etmoqda. Odatga ko'ra, avvalgi yillardagi tendentsiyalar asosida tahminan 2012 yilning mart oyida (eksportning faol fazasiga to'g'ri keladi) navbatdagi sun'iy intervensiyani bashorat qilish mumkin. Yaponiya eksportga ixtisoslashgan davlat bo'lganligi sababli, unda ko'proq eksport maxsulotlarining sotilmay qolgan qoldig'i yoki demping siyosati uchun intervensiya sun'iy amalga oshiriladi.

Bunday holat tahlili valyuta FOREX bozorida nisbatan kam risk (R) bilan yukori daromad (R) olish imkonini beradi. Shu munosabat bilan, quyida keltirilgan sodda strategiya maqsadga muvofiq.⁹⁴

Masalan, agarda intervensiyalar davriyligi o'rtacha 3 oyda qaytarilsa, har bir davmi quyidagi 7 bo'lakka bo'lib savdoni amalga oshirish lozim:

1. Intervensiya davom etishi vaqti T1 – 1 hafta;

⁹⁴ Ushbu umumiy strategiya muallifining g'oyasi bo'lib, unga asoslangan holda Rustam Kabirov va Bahridin Jiyanov ishtirokida bir nechta substrategiyalar ishlab chiqildi va ular turli depozitlar bo'yicha modellashtirilib tekshirildi.

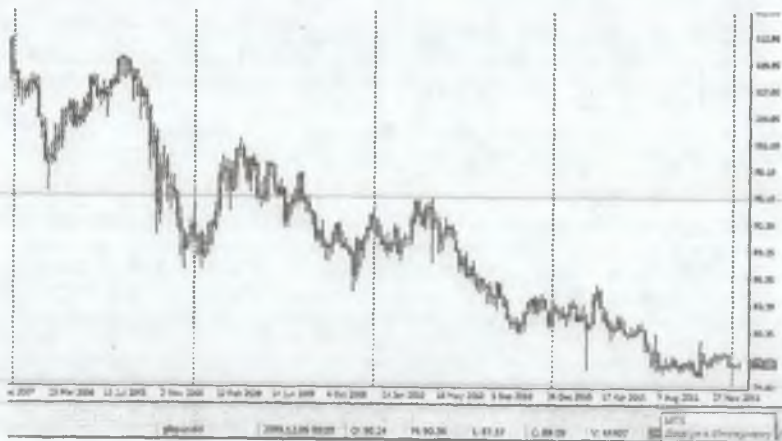
2. Interventsiyani keskin qaytish vaqti T2 – 1 hafta;
3. Pasayish trendini qamrovchi flet vaqti T3 – 3 hafta;
4. Fletdagi burilish vaqti T4 – 1 hafta;
5. O‘shish trendini qamrovchi flet vaqti T5 – 3 hafta;
6. Fletdagi burilish vaqti T6 – 1 hafta;
7. Navbatdagi (bashorat asosida kutilayotgan) interventsiyadan oldingi vaqt T7 – 2 hafta.

Bunda T2, T4, T6 va T7 oraliqlardagi vaqtlarni riskni pasaytirish maqsadida dam olish uchun ajratish mumkin. Lekin T1, T3 va T5 vaqtlarni o‘z ichiga qamrovchi soddah usulga asoslangan takomillashtirilgan strategiya va undagi bu vaqtlarga mos substrategiyalarni qo‘llash tavsiya etiladi. Bunda aytish joizki, ko‘pchilik klassik usul (masalan, Martingel usuli) va unga asoslangan strategiyalar amaliyotda valyuta bozor narxining tez qaytishi (razvorot)ga moslashtirilgan bo‘lib, ularni keskin o‘zgaruvchan trendlarda qo‘llash havfli (riskli).

Shu sababli, yuqorida keltirilgan bizning takomillashtirilgan strategiyamizni qo‘llash valyuta bozor kursining amaliyotda bo‘ladigan murakkab va keskin o‘zgarish holatlarida kam risk bilan maksimal foyda olish imkoniyatini beradi. Ushbu strategiyaning afzalligini quyidagi faktlar va substrategik modellar yordamida izohlash mumkin.

Masalan, ohirgi 3 yil (2008-2010 yillar) davomida valyuta kursining 2000 punktdan ziyod oshishi va taxminan 50 foiz nisbatda tushirilishi (ya‘ni interventsiya qilinishi) valyuta kursining hozirgi qiymatini 1000 punkt tushishi bilan teng deb baholash mumkin (7.4.2-rasm).

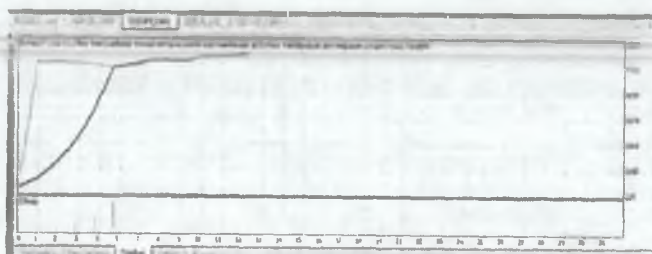
7.4.2-rasmga ko‘ra, 1 AQSh dollari 110 yendan 90 yengacha tushganda, yapon yenasi kursi 20 foizga oshgan. Lekin 1 AQSh dollari 80 yendan 60 yengacha pasayganda, yena kursi 20 foizga emas, balki 30 foizga oshadi. Bu holat yapon eksport maxsulotining AQSh dollari qiymatida 30 foizga oshishini bildiradi, ya‘ni avvalgi valyuta kursi o‘shishidan 1,5 barobarga katta. Shu sababli, strategiyani 7 davrga bo‘lib amalga oshirish maqsadga muvofiq. Chunki, valyuta kursining yuqorida ko‘rsatilgan nisbatda (ya‘ni 1,5 barobarga) o‘shishi va interventsianing davriyligi qonuniyati ushbu strategiyani ahamiyatli qiladi.



7.4.2-rasm. 2008-2010 yillardagi tendentsiyalar

Ushbu strategiya doirasida T1 vaqt davomida istalgan depozit miqdori (summasi)da ishlaydigan substrategiya ishlab chiqilib, uning samarasi 500 shartli birlik (AQSh dollari misolida) miqdoridagi boshlang'ich mablag' (depozit)ni kiritishga asoslangan modelda sinab ko'rdi.

Ushbu substrategiyaning USD/JPY valyutalar juftligi bo'yicha savdo natijasi 7.4.3 (a va b)-rasmlarda aks ettirilgan bo'lib, ularga ko'ra risk (zarar) -50,94 shartli birlikni va sof foyda 5442,67 shartli birlikni tashkil etdi.



7.4.3a-rasm. Substrategiya bo'yicha 2011 yil 31 oktyabr holati misolida mablag' va balansning o'sish grafiklari (USD/JPY)

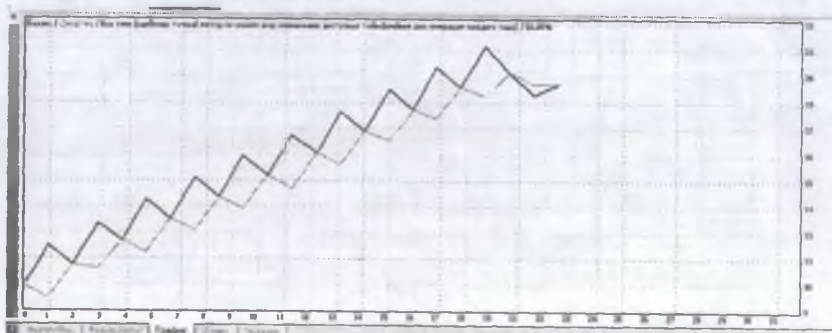
USD/JPY Daily	USD/JPY Daily	USD/JPY Daily	USD/JPY Daily	USD/JPY Daily	
Курс в начале	1003	Сбалансированная позиция	21454	Клиентская маржа	50.00%
Объем продаж ликвидации граф...	0				
Начальный депозит	500.00				
Чистая прибыль	5442.67	Общая прибыль	5493.41	Общая убыток	-60.94
Прибыльность	107.84	Математическая выгода	453.56		
Абсолютная прибыль	0.00	Максимальная просадка	991.99 (15.63%)	Относительная просадка	15.63% (1991.99)
Всего сделок	12	Крупные позиции (% от объема)	5 (0.00%)	Длинные позиции (% от объема)	7 (100.00%)
		Прибыльные сделки (% от всего)	10 (83.33%)	Убыточные сделки (% от всего)	2 (14.67%)
Средняя прибыль	453.56	Средняя прибыль	1644.41	Убыточная сделка	-26.58
Средняя просадка	81.67	Средняя просадка	549.36	Убыточная сделка	-26.47
Максимальное количество	1	Максимальная прибыль (профиль)	7 (51.1)	Максимальная прибыль (убыток)	1 (-26.58)
Максимальная прибыль	5442.67	Максимальная прибыль (чисто вые...)	3131.63 (7)	Максимальный убыток (чисто прог...)	-26.58 (1)
Средняя прибыль	453.56	Средняя прибыль	1644.41	Средняя прибыль	1

7.4.3b-rasm. Substrategiya bo'yicha 2011 yil 31 oktyabr holati misolida olingan foydaning hisoboti (USD/JPY)

Turli miqdordordagi depozitlar asosida amalga oshirilgan modellashtirish natijalari T1 vaqt bo'yicha substrategiyani amaliyotda qo'llashdan yuqori samara olish mumkinligini ko'rsatdi.

Umumiy strategiya doirasida T3 va T5 vaqtlar davomida istalgan depozitda ishlaydigan substrategiya ishlab chiqilib, uning samarasi minimal 10 shartli birlik (AQSh dollari misolida) miqdoridagi boshlang'ich mablag' (depozit)ni kiritishga asoslangan modelda sinab ko'rildi. Ushbu substrategiyaning USD/JPY valyutalar juftligi bo'yicha savdo natijasi 7.4.4 (a va b)- va 7.4.5 (a va b)-rasmlarda aks ettirilgan.

Xususan, 7.4.4 (a va b)-rasmga ko'ra risk (zarar) -10,33 shartli birlikni va sof foyda 9,53 shartli birlikni tashkil etdi, 7.4.5 (a va b)-rasmga ko'ra esa risk (zarar) -11,76 shartli birlikni va sof foyda 9,33 shartli birlikni tashkil etdi.

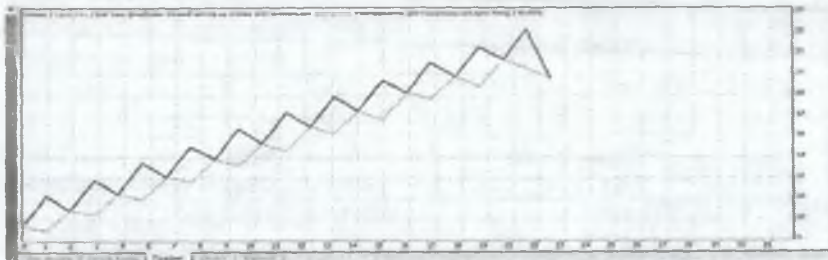


7.4.4a-rasm. Substrategiya bo'yicha 2011 yil 14-25 noyabr holati misolida mablag' va balansning o'sish grafiqlari (USD/JPY)

Бизнес и история	1205	Среднеарифметическое	2021	Качество исполнения	90.00%
Ошибки расчетов (количество граф)	0				
Начальный депозит	10.00				
Чистая прибыль	9.93	Общая прибыль	19.95	Общий убыток	-11.38
Прибыльность	1.92	Максимальная выгода	0.43		
Абсолютная просадка	3.00	Максимальная просадка	5.82 (30.06%)	Отрицательная просадка	31.77% (1.26)
Всего свалок	22	Короткие позиции (% от всего)	11 (54.55%)	Длинные позиции (% от всего)	11 (45.45%)
		Прибыльные свалки (% от всего)	11 (50.00%)	Убыточные свалки (% от всего)	11 (50.00%)
Самая большая		прибыльная свалка	1.95	убыточная свалка	-1.24
Средняя		прибыльная свалка	1.80	убыточная свалка	-0.94
Максимальное количество		непрерывных выигрышей (прибыль)	1 (1.95)	непрерывных проигрышей (убыток)	2 (2.18)
Максимальная		непрерывная прибыль (число выигр...	1.95 (1)	непрерывный убыток (число проигр...	-2.22 (2)
Средней		непрерывных выигрышей	1	непрерывный проигрыш	1

7.4.4b-rasm. Substrategiya bo'yicha 2011 yil 14-25 noyabr holati misolida olingan foydaning hisoboti (USD/JPY)

Turli miqdordordagi depozitlar asosida amalga oshirilgan modellashtirish natijalari T3 vaqt va T5 vaqt bo'yicha substrategiyalarni amaliyotda qo'llashdan yuqori samara olish mumkinini tasdiqladi.



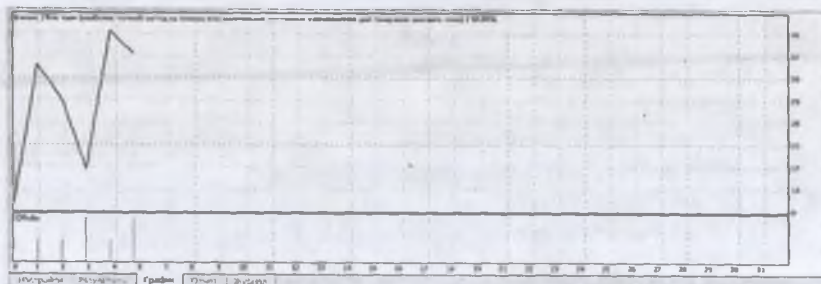
7.4.5a-rasm. Substrategiya bo'yicha 2011 yil 12-30 dekabr holati misolida mablag' va balansning o'sish grafiklari (USD/JPY)

Бизнес и история	1005	Среднеарифметическое	4029	Качество исполнения	90.00%
Ошибки расчетов (количество граф)	0				
Начальный депозит	10.00				
Чистая прибыль	9.30	Общая прибыль	21.04	Общий убыток	-11.38
Прибыльность	1.79	Максимальная выгода	0.42		
Абсолютная просадка	3.60	Максимальная просадка	4.61 (11.85%)	Отрицательная просадка	41.85% (4.61)
Всего свалок	22	Короткие позиции (% от всего)	11 (36.36%)	Длинные позиции (% от всего)	11 (63.64%)
		Прибыльные свалки (% от всего)	11 (50.00%)	Убыточные свалки (% от всего)	11 (50.00%)
Самая большая		прибыльная свалка	1.93	убыточная свалка	-3.09
Средняя		прибыльная свалка	1.92	убыточная свалка	-1.07
Максимальное количество		непрерывных выигрышей (прибыль)	1 (1.93)	непрерывных проигрышей (убыток)	1 (3.09)
Максимальная		непрерывная прибыль (число выигр...	1.93 (1)	непрерывный убыток (число проигр...	-3.09 (1)
Средней		непрерывных выигрышей	1	непрерывный проигрыш	1

7.4.5b-rasm. Substrategiya bo'yicha 2011 yil 12-30 dekabr holati misolida olingan foydaning hisoboti (USD/JPY)

Umumiy strategiya doirasida T5 vaqti davomida ishlaydigan 7.4.6 (a va b)-rasmlarda natijalari keltirilgan qo'shimcha substrategiyani qo'llash ham tavsiya etiladi. Chunki bunda avvalgi modelga nisbatan

risk boshqacharoq yo'l bilan boshqarilganligi evaziga risk (zarar) -23,53 shartli birlikni va sof foyda 27,53 shartli birlikni tashkil etdi.



7.4.6a-rasm. Substrategiya bo'yicha 2011 yil 12-30 dekabr holati misolida mablag' va balansning o'sish grafiklari (USD/JPY)

Борос в истории	1085	Среднее время сделки	40529	Качество моделирования	90.00%
Объем рассогласования граф...	0				
Начальный депозит	10.00				
Чистая прибыль	27.53	Общий убыток	51.05	Общий убыток	-23.53
Прибыльность	2.17	Максимальное выигрыва	5.51		
Абсолютная просадка	3.87	Максимальная просадка	58.09 (63.31%)	Относительная просадка	71.39% (23.14)
Всего сделок	5	Короткие позиции (% выигрыва)	2 (50.00%)	Длинные позиции (% выигрыва)	3 (23.33%)
		Прибыльные сделки (% от всех)	2 (40.00%)	Убыточные сделки (% от всех)	3 (60.00%)
Самая большая прибыльная сделка		25.56	убыточная сделка		-12.87
Средняя прибыльная сделка		25.53	убыточная сделка		-7.84
Максимальное количество непрерывных выигравших (прибыль)		1 (25.35)	непрерывных проигравших (убыток)		2 (-19.28)
Максимальная непрерывная прибыль (число выиг...		25.55 (1)	непрерывный убыток (число проиг...		-19.28 (2)
Средняя непрерывная выигрыва		1	непрерывный проигрыва		2

7.4.6b-rasm. Substrategiya bo'yicha 2011 yil 12-30 dekabr holati misolida olingan foydaning hisoboti (USD/JPY)

Yuqorida keltirilgan substrategik modellar asosida aytish mumkinki, umumiy savdo strategiyasini T1, T3, T5 vaqtlardan iborat ish davrlarga ajratib, ularning har biriga mos substrategiya qo'llash Martingel va Voytovich usullariga qaraganda bir muncha yuqoriroq samaraga olib keladi.

Strategiyadan manfaatdorlikka ega bo'lishlikka qiziqish bildirgan investorlarni ushbu strategiyaga moslashtirilgan tarmoqlangan marketing sxemasi va/yoki valyutalar umumiy portfeli bo'yicha birlashtirib xalqaro FOREX bozorida umumiy faoliyatni tashkillashtirib yuritish mumkin.

Bunda risk darajasini keskin pasaytirish uchun valyutalarning bir-biriga parallel qarama-qarshi savdosi hamda birlashgan gorizontaal va

vertikal qadamli matematik to'r tashlash strategiyalarini qo'llash mumkin.⁹⁵

Savollar

1. Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tizimlari mazmuni nimadan iborat?
2. Bunday savdo tizimlarda qanday instrumentlar savdo qilinadi?
3. Ularning faoliyati qanday tashkillashtiriladi?
4. FOREX bozori nima?
5. FOREX bozorida qanday usul va strategiyalar qo'llaniladi?

Topshiriqlar

1. Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tartibini yoritib bering.
2. FOREX bozori va undagi strategiyalarni tavsiflang.
3. FOREX bozori tendentsiyalarini tahlil usullarini tavsiflang.
4. Terminlar lug'atini tuzing.

⁹⁵ Muallifning amaliyotda qo'llanilayotgan taklifi.

VIII bob. MOLIYA BOZORI RISKLARI VA INVESTISION PORTFELLARNI BOSHQARISH ASOSLARI

8.1. Moliya bozori risklari, ularni baholash va boshqarish

Turli omillarni (1.4-paragrafga qaralsin) iqtisodiyotga ta'sir etishi tabiati va qonuniyatlari iqtisodiyot sub'yektlari tomonidan ko'pincha doimo uzluksiz, o'z vaqtida, aniq va to'la idrok qilinishi qiyin bo'lganligi sababli va shu munosabat bilan tabiatan ehtimoliy bo'lgan risklarni moliya bozorida vaqti-vaqti bilan vujudga kelishi tufayli unda sodir bo'luvchi riskli hodisalar, jarayonlar va xatti-harakatlar hozirgacha bu bozorning asosiy muammolaridan bo'lib kelmoqda. Bundan kelib chiqib ta'kidlash lozimki, risklar xavfi moliya bozorida va unda faoliyat yuritadigan barcha qatnashchilar harakatlarida har doim ishtirok etadi va shu sababli ularni tahlil qilib baholash va boshqarish masalalarini hech qachon moliya nazariyasi va amaliyoti kun tartibidan chiqarib bo'lmaydi.

Umuman olganda, moliya bozoridagi risklar manbai har turdagi omillar hisoblanib, ularning ehtimoliy tarzda ma'lum va nomal'um darajadagi ta'siri moliya bozorida mos ravishda riskli jarayon, hodisa va harakatlarni keltirib chiqaradi. Boshqacha qilib aytilsa, risklar har doim omillar tarkibida mavjud bo'lib, tabiatan ehtimoliy xarakterga ega qonuniyatlar asosida tarqaladi, ularning ta'siri ostida moliya bozori muhitida rivojlanishi shakllanuvchi voqeliklarga bevosita yoki bilvosita o'tadi (ko'chadi). Bunday holat o'z-o'zidan moliya bozoridagi risklar muammosini o'ta dolzarbligini tasdiqlaydi.

Demak, risklar moliya bozori muhitida doimo mavjud bo'lib, uning holati va rivojlanishi sifatini pasaytirib va zaiflashtirib turadi (umuman olganda bozor muhitini «ifloslashtiradi»), ba'zan esa yomonlashtiradi. Risklar tabiati mazmunini va ta'siri qonuniyatlarini idrok qilish (tahlil negizida) asosida ularni pasaytirish va boshqarish chora-tadbirlarini ishlab chiqish mumkin. Bu esa moliya bozori qatnashchilari uchun katta ahamiyatga ega.

Ta'kidlash joizki, moliya bozoridagi hodisa va harakatlar cheksiz bo'lganligi uchun ular tarkibidagi risklarning soni ham umuman olganda sanoqsizdir. Lekin bunga qaramasdan hozirda risklarning mazmuni,

asosiy turlari, ularning kelib chiqishi tabiati va ta'siri darajasi ko'pchilik mutaxassislariga ma'lum. Shu tufayli hozirda risk muammosi qo'yan ko'p masalalar ma'lum darajada o'z yechimini topib kelmoqda.

Ushbu bobdagi mavzular doirasida iloji boricha moliya bozorida ko'proq ajralib turuvchi va bozor qatnashchilari harakatlariga sezilarli ta'sir ko'rsatuvchi risklarni tasniflash va tavsiflashga, baholashga, prognoz qilish va boshqarish masalalariga diqqatimizni qaratamiz.

Hozirga kelib risklarni baholashda turli usullardan foydalanilmoqda, masalan: organoleptik (dastlabki tarzda ta'sir sifatini baholashda), statistik-empirik (baholashda ko'p vaqt va mablag'ni talab qiladi), umumlashtirilgan ehtimoliy-matematik usullar (ularni qo'llash arzon va qulay). Bularning ichida eng ko'p qo'llaniladigani – bu ehtimoliy-matematik usullar bo'lib, ularning yordamida moliya bozori risklari va unda har qanday qatnashchining vaqt birligi ichidagi harakati risksizligi darajasini miqdoriy baholash mumkin⁹⁶.

Moliya bozorida «harakatlar risksizligi» - bozordagi riskli sharoitlarda qatnashchining biznes funksiyasi va harakatlarini ma'lum vaqt davomida qoniqarli bajarishi ehtimoli. Boshqacha qilib aytilsa, «harakatlar risksizligi» - qatnashchining shunday xossasiki, unga asosan qatnashchi ma'lum vaqt davomida risksiz harakatning idrok etilgan va aniq prognoz qilingan darajasida barqaror (qoniqarli) faoliyatini uzluksiz saqlab yuritishi tushuniladi.

Bunday ta'rifda quyidagi muammolarni hisobga olish lozim:

1) risklarni favqulodda paydo bo'lishi mumkinligini hisobga olinsa, u holda har qanday harakatlar risksizligi ehtimoliy xarakterga ega, demak bu xossa shartlidir;

2) qoniqarli faoliyat yuritish tamoyilini qabul qilinishi moliya bozori va undagi har qanday qatnashchining faoliyati parametrlari ma'lum vaqt davomida risklarga moyilligidan dalolat beradi, demak bunday xossa ham shartlidir;

3) qatnashchi harakatini oldindan tahminan ma'lum deb olingan moliya bozori muhitining riskli sharoitlarga mosligini baholash lozim. Baholashdagi bunday tahmin odatda harakatning qisqa vaqt davrida mazmunga ega bo'lishi mumkin, demak bu xossa ham shartlidir.

«Risksizlik» termini ostida, umuman olganda, moliya bozori va undagi qatnashchi tomonidan talab qilingan funktsiya va faoliyatini hech

⁹⁶ Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов/Пер. с нем. Под общей ред. В.В. Ковалева, Э.А. Сабова.-СПб.: Питер, 2000.-400 с. Первозванский А.А. Финансовый рынок, расчет и риск.-М.: Инфра М, 1994; Шохаззамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шохаззамий Ш.Ш. Теория безрисковости действий на рынках: финансовом и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-101 с.

qanday risklarsiz bajarishga qodirligi tushunchasi yotadi. «Qodirlik» termini esa moliya bozori va undagi qatnashchi talab qilingan funktsiya va faoliyatni bajarishga qodir yoki qodir emas degan ma'noda qo'llaniladi. Ammo «qodirlik» tushunchasi abstrakt (o'zgaruvchan), ya'ni qo'sh ma'noda bo'lganligi uchun talab qilingan funktsiya va faoliyatni bajarishlikka qodirlikning turli (eng kritik miqdori ikkita bo'ladi, ya'ni «qodir» va «qodir emas») darajalarini aniqlash mumkin.

Aytilganlar asosida ta'kidlash mumkinki, agar moliya bozori va uning qatnashchisi funktsiyasi hamda risklar kriteriyalari (mezonlari) yaqqol ko'rinishda (shaklda, turda) berilgan bo'lsa, unda harakatlar risksizligi ehtimoliy ko'rsatkichlar (ehtimoliy-matematik usullar, modellar) yordamida aniq miqdorda ifodalanishi mumkin. Bunda risklar taqsimlanishining ehtimoliy qonuniyatlarini oson topish mumkin bo'ladi va uning asosida qatnashchining moliya bozoridagi harakatlari risksizligi darajasini baholash va prognoz qilish imkoniyati vujudga keladi.

Elatish lozimki, harakatlar risksizligi darajasi ularni rejalashtirish bosqichida belgilab olinadi, keyichalik harakatlarni bajarish chog'ida esa risksizlik darajasiga joriy o'zgartirish va qo'shimchalarsiz erishib bo'lmaydi. Chunki risksizlik xossasi abstrakt tushuncha, tabiatan ehtimoliy qonuniyatga ega bo'lib, uni idrok etish har qanday qatnashchiga ham osonlikcha kechmaydi, natijada ko'p qatnashchilar oldindan tuzgan moliya bozorida dastlabki tahliliy-prognoz asosida rejalashtirgan risksiz faoliyati dasturlarini to'liq amalga oshirishga noqobil bo'lib kelmoqdalar.

Bunday holat moliya bozoridagi risklar va harakatlar risksizligi muammosini tizimli yondashuv asosida idrok etishni, tadqiqotlarni davom ettirishni va shuning asosida echimini topishni taqozo etadi.

Aniq harakatni qo'llanilishi va uning zarurligi ushbu harakatning risksizlik ko'rsatkichini belgilaydi. Bunda ushbu ko'rsatkichdan foydalanish ko'p jihatdan to'g'ri kelishligi va zaruratlilik ma'nosini kasb etadi. Odatda moliya bozori qatnashchisidan har biri turli risksizlik darajasiga ega bo'lgan xilma-xil funktsiya va harakatlar bajarish talab qilinishi mumkin. Bundan tashqari, belgilangan riskli sharoitlarda qatnashchi vaqtning turli oraliqlarida talab qilingan funktsiya va harakatlarni muvaffaqiyatli bajarishning turli ehtimoliga ega bo'lishi mumkin.

Moliya bozori qatnashchisining istalgan harakatlari oldindan qo'yilgan maqsad sari tashkillashgan proseduralar (operatsiyalar)

shaklida amalga oshiriladi. Chunki buni moliya bozori faoliyatini yuqori darajada tashkillashtirish tamoyiliga asoslangan maxsus iqtisodiy-huquqiy mexanizm taqozo etib belgilaydi (I va II boblarga qaralsin). Bu tamoyil har bir qatnashchining faoliyatini (harakatlarini) moliya bozori mexanizmi bilan to'liq moslashtirilishini talab qiladi. Lekin bunga qaramasdan har qanday qatnashchi uning moliya bozori mexanizmiga moslashuvi zarurligi shartini buzuvchi kutilmaganda (ehtimoliy) paydo bo'ladigan hodisalarga duch kelishi mumkin. Bunday hodisalarning sababchisi qatnashchi tomonidan harakatlar chog'ida bilib-bilmay, bexosita yoki qaltis yoki tavakkal ravishda (sub'yektiv holatlar) yo'l qo'yiladigan yoki unga bog'liq bo'lmagan holda to'satdan (masalan, tabiiy ofatlar, ya'ni obyektiv yoki fors-majior holatlar) paydo bo'luvchi risklardir.

Risklarni to'liq va o'z vaqtida adekvat aniqlash asosida ularga ta'sir ko'rsatish mumkin, demak ularni boshqarishning real imkoniyati paydo bo'ladi. Ushbu ma'nodagi holda risk – faoliyatning situasion xarakteristikasi bo'lib, o'zida muvaffaqiyatsizlikni keltirib chiqaruvchi natijaning noaniqligini va mumkin bo'lgan noxush natijalarni aks ettiradi. Bunday noxush hodisalar va noaniq natijalarni ehtimoliy ravishda vujudga kelishida quyidagilar sabab bo'lishi mumkin: mamlakatdagi qonunchilik va joriy iqtisodiy holatni barqarorligi, siyosiy holatni noaniqligi, bozor kon'yunkturasini, narxlarni, valyuta kurslarini o'zgarishi va h.k.

Moliya bozorida shunday qonuniyat mavjudki, unga muvofiq risk darajasi qanchalik past bo'lsa, yuqori moliyaviy natija olish ehtimoli mutanosib ravishda shuncha kam bo'ladi va buning aksi bo'lishi mumkin. Demak, moliya bozori qatnashchisi oldida risk darajasi va moliyaviy natija miqdori orasidagi nisbatni optimallashtirish masalasi turadi.

Yuqorida aytilganlarning barchasi muallif tomonidan ishlab chiqilib ilgari surilgan risklarning tizimli nazariyasiga asoslangan. Barcha aytilganlarning tasdig'i sifatida quyida bu nazariya asosida ishlab chiqilgan nazariy mexanizm yordamida risklar hamda bozordagi faoliyat va harakatlar risksizliligi tabiati mazmunini, turlarini, qonuniyatlarini, ta'sir mexanizmini, baholash va boshqarish metodologiyasini konkret ifodalaymiz.

Moliya bozorining har bir qatnashchisi faoliyatini (harakatlarini) va moliya bozori mexanizmini o'zaro bog'liqlikda va uyg'unlikda mos kelishi darajasini (bu parametрни quyida qisqacha MKD deb belgilab

olamiz) hozirda o'rganish bozor va uning qatnashchilarini turli omillarga, ular tarkibida hamisha mavjud ehtimoliy risklarga o'ta sezgir bo'lganligi, bularning ta'siri ostida to'satdan vujudga keluvchi turli nohush voqealiklar (hodisa va jarayonlar, harakatlar) rivoji shakllanishi ehtimoli har doim mavjud bo'lganligi sababli muhim ahamiyatga ega.

Risklar moliya bozori muhitini «ifloslashtirishi» va MKD miqdoriga salbiy ta'sir ko'rsatishi sababli ulardan tozalash zarurligi tabiiydir, demak, lekin bu zarurat hanuzgacha muammo sifatida dolzarb bo'lib kelmoqda.

Bu muammoni echishda quyidagilarga ahamiyat berish lozim:

- MKD miqdoriga ta'sir etuvchi risklarni vujudga kelishi sabablariga va turli tarzda xosil bo'luvchi risklarni pasaytirish usullariga;

- moliya bozori va uning qatnashchisi faoliyatining istalgan davrida (fazasida) ularning risklarga ta'sirchanligi darajasiga;

- risklar sharoitida MKD miqdorini prognoz qilinganligi yoki qilinishi mumkinligi holatiga;

- moliya bozori va uning qatnashchilari faoliyatidagi risklarni boshqarish bo'yicha samarali chora-tadbirlarni mavjudligiga yoki ishlab chiqilishi mumkinligiga.

Sanab o'tilgan masalalarni echish moliya bozori va MKD miqdorini noxush risklardan tozalashga qaratilgan.

Qatnashchilarning MKD miqdori – qatnashchilarning oldindan ma'lum riskli sharoitlarda o'zlari va moliya bozorining sifat ko'rsatkichlarini yomonlashtirmagan tarzda tashkillashgan, bir-biri bilan o'zaro mos keladigan harakatlarni bajarish sifati darajasini ko'rsatadi. Bunda har ikkala taraf ham bir-biriga (jumladan, sherik bo'lgan qatnashchilar ham) nohush ta'sir ko'rsatmasligi va bir-biriga risk to'g'dirmasligi kerak.

Risklarni baholashda uch asosiy elementni (unurni) inobatga olish lozim: risk manbai (RM); tarkibidan risklar tarqaladigan operatsiya lar to'plami; risk reseptori (RR).

RMni RRga ta'siri bevosita (to'g'ridan to'g'ri) va bilvosita (to'g'ri bo'lmagan) bo'lishi mumkin.

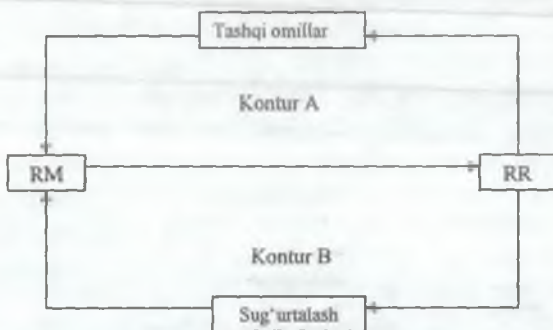
Qatnashchilar juftligidagi MKD doirasida ichki risklar (IR), har qanday juftliklar orasida esa juftliklar risklari (JR) vujudga kelishi mumkin.

Ta'kidlash joizki, IR va JR bexosdan (tashqi omillar sababli oldindan bilmagan holda) va/yoki idrokli (sub'yektiv sababli omillar

asosida) ravishda vujudga kelishi mumkin. Bunda idroklilari rivojlangan bozor sharoitida yaqqol prognozlanishi mumkin va professionallar uchun unchalik havf tug'dirmaydi, ya'ni ularni boshqarish mumkin.

Ammo bexosdanlari tashqi omillarga bog'liqligi va tabiatan ehtimoliylik xarakteriga ega bo'lganligi sababli qiyin boshqariladi. Shuning uchun bexosdan vujudga keluvchi risklar (BR) amaliyotda muammoli bo'ladi. Demak, BRlarni boshqarish maqsadida o'rganish masalalari professionallar va oddiy investorlar uchun muhim ahamiyatga ega.

Bunda BR va tashqi omillar o'rtasidagi aloqani muhimligini sezish mumkin. Agar bu aloqaning negizida keltirilgan 8.1.1-rasmga murojat qilsak, unda BRni boshqarish tamoyilini yaqqol ko'rish mumkin.



8.1.1-rasm. BR boshqarilishini tashkillashtirish tamoyili modeli

Modeldan ko'rinib turibdiki, tashqi omillarning vujudga kelishi BRni rag'batlantiradi, mos ravishda BRni vujudga kelishi esa RMga ta'sir ko'rsatadi. O'z navbatida, RMdan chiqqan risklar operatsiya lar to'plami tarkibida mujassamlashgan ravishda RRga ta'sir ko'rsatadi va natijada RR harakatlarda noxush hodisalar to'g'dirib salbiy natijalarni keltirib chiqaradi. Bu natijalar o'z navbatida tashqi va ichki omillarga ta'sir ko'rsatadi. Shunday qilib, «Tashqi omillar» – «RM» – «RR» – «Tashqi omillar» ko'rinishidagi zanjirdan iborat A konturi paydo bo'ladi. Bu kontur doirasida (ichida) xosil bo'luvchi har bir zanjir ssiklida (davrida) vujudga kelgan risklar keyingi zanjir ssikliga o'tib, ehtimoliy tarzda ikki barobar oshgan (ustma-ust tushish asosida ortib boruvchi) risklar miqdorini (summasini) keltirib chiqaradi. Odatda oshib boruvchi risklar miqdorini pasaytirish uchun RR (ya'ni qatnashchilar) risklarini sug'urtalaydilar (kontur B). Bundan ko'rinib turibdiki, kontur B kontur A doirasidaga risklarni kompensasiyalashga xizmat qiladi,

natijada esa barcha risklar to'liqligicha sug'urtalovchiga o'tadi. Bu usul dunyoda eng keng tarqalgan bo'lib, risklarni boshqarishning sodda usuli hisoblanadi.

Modeldan yana shu ham ko'rinib turibdiki, bir zanjir ssikli tugashi bilanoq RR (o'zi ichida RMDan o'tgan risklar evaziga) keyingi zanjir ssiklida RMga aylanib qolishi mumkin. Bir zanjir ssiklidan navbatdagi zanjir ssikliga o'tish jarayonidagi bunday aylanishlar «RM» – «RR» – «RM» – «RR» ko'rinishidagi sxemaga asoslangan «sabab-oqibat-sabab-oqibat» falsafiy toifa (kategoriya) bo'yicha o'zaro bog'liqlik va ta'sir qonuniyatini ifodalaydi. Demak, bunday qonuniyat risklarni tarqalishi hamda o'zaro ta'siri va bohliqligini ko'rsatuvchi tabiiy holatdir.

Qatnashchilar noaniqlik hollarining konkret sharoitlarida RM va RR rollarini ketma-ket almashtirishlari mumkinligi aytilganlarni tasdiqlashga asos bo'ladi.

Yuqorida keltirilgan risklarni bir vaqtning o'zida sug'urtalovchi yukini kamaytirilib boshqarishning yangi usuli bo'lib, muallif tomonidan uning tizimli yondashuviga asoslanib taklif qilingan moliya bozori industriyasi sifatini kompleks boshqarish tizimini RM va RR faoliyati jarayoniga kiritilishi xizmat qilishi mumkin.

Ta'kidlash joizki, ba'zi hollarda yuqori daromad olish harakatida yo'l qo'yilgan idrokli risklar o'rinni bo'lishi mumkin. Lekin bunday harakat tarkibida risklarning darajasi yuqoriligicha qolaverishini har doim esda tutish lozim. Yana shuni ham bilish kerakki, agar qatnashchi riskka moyil bo'lmasa (ya'ni harakatlarida me'yor doirasida risksizlilik darajasiga rioya qilsa), unda olishi mumkin bo'lgan daromad miqdori ham shunga mos ravishda kamroq bo'ladi.

Eslatish joizki, agar kimdir risklarning turlari hamda ularni tasnifi va tavsifi bilan, harakatlar risksizliligini baholash va optimizatsiyalashtirish metodlari va modellariga, risklarni pasaytirish va boshqarish bilan bog'liq amaliy ko'rsatma va takliflarga qiziqsa, unda muallif tomonidan chop etilgan tegishli ilmiy ishlarda keltirilgan materiallardan foydalanishi mumkin.

Risklarni kriterial baholashda kelajak hodisalar to'g'risidagi informatsiya katta ahamiyatga ega. Bunday informatsiya har doim o'zida ma'lum bir noaniqlikni mujassamlashtiradiki, u asosan bozor hodisalari va iqtisodiyot sub'yektlarining xatti-harakatlarini oldindan yaqqol, aniq, to'g'ri va to'liq ifodalab bo'lmaydi.

Informatsiyani aniqligi va to'g'riligi uning to'liqligi darajasi bilan belgilanadi.

Informatsiya to'liqligining uch darajasini ko'rsatish mumkin: to'la aniq (determinirlashgan), stoxastik (bo'lishi mumkin stoxastik aniq va stoxastik noaniq), to'liq bo'lmagan darajada.

Determinirlashgan (ma'lum vaqt davrida aniq) informatsiyaga me'yoriy (normativ) ma'lumotlar kiradi, boshqa turdagilarini (oldindan berilganlarini) esa ularning manbasidagi unchalik katta bo'lmagan (qoniqarli darajada) metodik hatoliklar evaziga shartli aniq deb qabul qilish mumkin.

Stoxastik informatsiyaga ehtimoliy taqsimlanishli modellarga asoslangan hisoblashlar tarzida olinadigan ma'lumotlar kiradi. Bunday informatsiya bexosta (ehtimoliy) sodir bo'ladigan hodisalar (jarayonlar) bilan belgilanadi. O'z navbatida, stoxastik informatsiya ikki turda bo'lishi mumkin: stoxastik-aniq, stoxastik-noaniq.

Stoxastik-aniq informatsiya – ko'rsatkichlar to'g'risidagi informatsiya bo'lib, bu ko'rsatkichlar o'tmish va kelajakda ma'lum bo'lgan o'zgarish qonuniyatlari (ehtimoliy) bilan ifodalanadi. Bunda ko'rsatkichlar sifatida matematik kutilishi rivojlanishning obyektiv tendentsiyalarini hisobga olingan holda ifodalanuvchi bexosta (ehtimoliy sodir bo'luvchi) kattaliklar olinadi. Ko'rsatkichlarning matematik kutilishlardan og'ishlari o'tmishdagi tajriba asosida olingan ushbu kattaliklarning taqsimlanish funktsiyalaridan aniqlanadi. Ko'rsatkichlarning rejalashtirilgan (loyihaviy) miqdorlari sifatida bunday ko'rsatkichlarning matematik kutilishlari miqdorlarini (ma'lum aniqlik darajasi bilan) olish mumkin.

Stoxastik-noaniq informatsiya – ko'rsatkichlar to'g'risidagi informatsiya bo'lib, bu ko'rsatkichlar faqat o'tmishda ma'lum bo'lgan o'zgarish qonuniyatlari (ehtimoliy) bilan ifodalanadi. Kelajakdagi miqdorlari esa hozirda noma'lum bo'lgan omillar yoki konkret bo'lgan hali qabul qilinmagan qarorlarga bog'liq bo'ladi. Bunda ko'rsatkichlarni miqdoriy baholash uchun kattaliklar o'zgarishining (qoniqarli aniqlikda) ma'lum chegaralari doirasida ehtimoliy variantlar tahlil qilinadi.

To'liq bo'lmagan darajadagi informatsiyaning to'liqligi minimal bo'ladi. Bunda ko'rsatkich miqdorlari gipotetik faraz asosida ekspert usuli yordamida ma'lum bir diapazonda ko'p yoki kam ehtimolda namoyon bo'lishi mumkin bo'lgan hodisalar to'plami (qoniqarli aniqlikda) ko'rinishida aniqlanadi.

Moliya bozori qatnashchisi uchun moliyaviy instrument bo'yicha ko'pincha noaniq bo'ladigan quyidagi informatsiya ahamiyatga ega:

• moliyaviy instrumentni iqtisodiy-huquqiy ta'minlanganligi asosida bazisiga ekvivalentliligi darajasi;

- likvidliligi;
- harajatlar;
- risksizlilik va natijaviylilik darajasi.

Umuman olganda, informasiyaning noaniqligi mos ravishda riskni keltirib chiqaradi.

Risklarni vaqt omili bo'yicha retrospektiv (o'tmishdagi tarixiy), joriy vaqtdagi va kelajakda sodir bo'ladigan risklarga ajratish mumkin. Retrospektiv risklarni baholash joriy vaqtdagi va kelajakdagi risklarni aniqroq prognoz qilishga yordam beradi.

Risklarni boshqarilishi bo'yicha ularni tashqi va ichki boshqarishga ajratish mumkin. Risklarni tashqi faktorlarini nazorat qilish ichkisidan mushkulroq hisoblanadi.

Sodir bo'lish omillari bo'yicha risklar tabiiy (abiogen, biogen), antropogen (texnogen, biogen), iqtisodiy va siyosiy bo'lishi mumkin.

Siyosiy risklar – siyosiy holatni o'zgaruvchanligi bilan belgilanadigan risklar.

Iqtisodiy (tijorat) risklari – iqtisodiyotdagi nohush o'zgarishlar bilan belgilanadigan risklar.

O'z navbatida siyosiy va iqtisodiy risklar ichki va tashqi bo'lishi mumkin.

Qamrovi bo'yicha risklar quyidagi turlarga ajraladi:

- xalqaro doirada;
- mamlakat doirasida;
- regional doirada;
- tarmoq ichida;
- korxonalar risklari.

Moliya bozori risklariga quyidagilarni kiritish mumkin: investision risk (8.3-paragrafqa qaralsin), tizimli risk, tizimsiz risk, selektiv risk.

Tizimli risk – moliya bozorining qandaydir segmentidagi inqirozli holat bilan bog'liq risk bo'lib, unga inflyasion risk, qonunchilik hujjatlarini o'zgarishi riski, foiz stavkasi riski, «buqalar» va «ayiqalar» bozoridagi risk, harbiy konfliktlar riski kiradi. Bu riskni tahlili moliya bozori segmentlaridagi holatning o'rganib (kuzatib) sifatli baholash bilan bog'liq. Lekin uning natijalari risk darajasining pasayishiga ta'sir ko'rsatmaydi. Bu riskni diversifikatsiyalanmaydigan risk ham deyiladi, investision qarorlar qabul qilinishiga bog'liq emas.

Tizimsiz risk – agregirlashgan tushuncha bo‘lib, o‘zida moliya bozori risklarining barcha turlarini mujassamlashtiradi. Bu risk moliya instrumentlarining u yoki bu turini konkret shart-sharoitlardan kelib chiqib tanlash asosida diversifikasiyalanishi, pasaytirilishi mumkin. Bunday riskka quyidagilar kiradi: mamlakatdagi risk, tarmoqdagi risk, regiondagi risk, investitsiyalash obyektlari risklari (vaqt riski, portfel riski, to‘lov va kliring riski, operasion risk, yetkazib berish riski, pul ko‘chirish riski, biznes-risk, moliya riski, korxonalar riski, katastrofik risk, boshqaruv riski, likvidlilik riski, kredit riski, valyuta riski, sanoat riski, konvertasiyalanuvchi risk, dividend to‘lanmasligi riski).

Tizimli va tizimsiz risklar mazmunini mavjud adabiyotdan⁹⁷ chuqurroq o‘rganish tavsiya etiladi.

Selektiv risk – portfel shakllantirilishi chog‘ida moliyaviy instrumentlarni noto‘g‘ri tanlash bilan bog‘liq risk.

Risklarni miqdoriy va sifatiy tahlil qilish mumkin (tahlil usullari va modellari tegishli adabiyotlarda keng yoritilgan).

Savollar

1. Risk muammosi qanday tavsiflanadi?
2. Riskning tabiati qanday bo‘ladi?
3. Harakatlar risksizligi nima?
4. MKD, RM va RR nimani anglatadi?
5. BR va tashqi omillar orasidagi qanday bog‘liqlik bor?
6. Risklarni boshqarish qanday modelda tashkillashtiriladi?
7. Informasiya to‘liqligining nechta darajasi bor?
8. Risklarning qaysi turlarini bilasiz?

Topshiriqlar

1. Moliya bozori risklari to‘g‘risida elektron prezentasiya tayyorlang.
2. Terminlar lug‘atini tuzing.

8.2. Birja risklari

Fond birjasida savdo agentlari duch keladigan risklar tabiatini idrok qilish uchun birja auksionlari jarayonini ko‘rib chiqish maqsadga muvofiq (7.1- va 7.2-paragraflarga qaralsin). Hozirda bunday savdo

⁹⁷ Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова.-М.: Финансы и статистика, 1996.- сс.311-319.

jarayonining ikki turi mavjud. Birinchisini birja makleri boshqaradi (brokerlar topshiriqlari asosida), ikkinchisi esa birjaviy elektron savdo tizimi tomonidan avtomatik tarzda olib boriladigan auksion savdo jarayoni (bunda asosan davlatning qisqa muddatli obligatsiyalar bilan bog'liq savdolar amalga oshiriladi).

Birjadagi auksion savdosining birinchi turidagi jarayonni ko'ramiz.

Sotuvchi broker (trejder) makleriatga ma'lum bir turdagi, miqdordagi va narxdagi qimmatli qog'ozlarini sotish to'g'risidagi arizaviy topshirig'ini (talabni) taqdim etadi. Savdo jarayonida sotuvchining navbati kelgach, makler bu talabni e'lon qiladi. Bunda ikki holat vujudga kelishi mumkin:

1. Biramasiga bir nechta potentsial xaridor (sotib oluvchi broker) mavjud bo'lishi. Bu holatda savdoni olib boruvchi makler toki birgina talabgor xaridor qolmagunicha narxni ma'lum bir qadamda ko'tarib boradi;

2. Qachonki talabgor xaridor bo'lmasa, unda birinchi holatdaxisiga teskari auksion bo'lishi mumkin. Bunda sotuvchining hohishiga qarab uning qimmatli qog'ozlarini narxi potentsial xaridorni qoniqtiradigan miqdorigacha pasaytirilishi mumkin. Agar auksionda oxirgi taklif qilingan narx hech bir xaridorni qoniqtirmasa, unda sotuvchi qog'ozlarini savdodan chiqaradi.

Ushbu jarayonga diqqat qilinsa, unda quyidagi risklar namoyon bo'lishini ko'rish mumkin.

Kelishilgan nohalol operatsiya lar bo'yicha risklar. Bir operatorga (odatda yangi ish boshlagan brokeriga) bir vaqtning o'zida bir nechta (kamida ikkitasi) bir-biri bilan guruhga tashkillashgan brokerlarga qarshi ishlash ancha mushkul bo'ladi. Bunda bunday guruh bir brokerni arzonroq sotishga yoki qimmatroq sotib olishga majbur qiladigan holatni keltirib chiqarishi mumkin. Bunda guruhdagi brokerlardan biri boshqasi bilan oldindan kelishgan tarzda sotuvchi yoki xaridor operatorning (brokerning) savdo jarayoniga qo'shilishib, savdoni oshib yoki pasayib boruvchi auksionga aylantiradi, natijada operatorni arzonroq sotishga yoki qimmatroq sotib olishga majbur qiladi. Bunday o'yinni oldindan payqash juda qiyin bo'lganligi sababli, operator uchun auksionda yaqqol risk vujudga keladi. Aytish kerakki, o'yin boshlanishidan oldinroq tashkillashgan guruh brokerlari o'z maqsadlarini amalga oshirish uchun (operatorga nisbatan) oldindan hubfiyaviy ravishda bir-birlari bilan fiktiv bitishuvlar tuzib oladilar va savdo jarayonida fiktiv

(oldindan kelishilgan past yoki yuqori) narxlarda har bir lot bo'yicha operatsiyalar bajarib, operatorning navbati kelguncha uni chalkashtirib, beradigan narxini nazorat qilib boradilar, natijada uni o'z maqsadlariga bo'ysundiradilar. Agar bunda guruh brokerlari operatoridan Aksiyalami pastroq narxda sotib olmoqchi bo'lsalar, unda bozorda sun'iy ravishda «shtil» (sokinlik) holatini (ya'ni, xaridorlar kamyobligini) xosil qiladilar. Agar o'z Aksiyalarini operatorga qimmatroqqa sotmoqchi bo'lsalar – bozorda sun'iy «faollik» holatini sodir qiladilar.

Tashkillashgan guruh faoliyatidan ko'rinib turibdiki, guruh brokerlari o'zaro oldindan fiktiv bitishuvlar tuzib, birjada *yolg'on* (fiktiv bitishuvga asoslangan) *operatsiya lar amalga oshirish riskini* keltirib chiqardilar. Bu risk esa natijada operator zimmasiga o'tdi.

Yana shuni ham sezish mumkinki, guruh brokerlari bir vaqtning o'zida bozordagi narxlar bo'yicha manipulyatsiya qildilar, natijada *bozorni manipulyatsiya qilish riski* vujudga keldi.

Tashkillashgan guruh harakatlarining barchasidan, o'z navbatida, barcha boshqa birja qatnashchilari uchun *yolg'on informatsiya riski* ham kelib chiqishini payqash qiyin emas.

Yuqorida ko'rsatilgan birja savdosida uchrashi mumkin bo'lgan risklardan tashqari unda (bozorning hisob-kitob va depozitariy tizimlari yaxshi rivojlanmagan bo'lsa) kliring va qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq hisob-kitoblar jarayonida vujudga keluvchi risklar ham mavjud bo'lishi mumkin. Bunday risklarga (ularning kelib chiqish manbalariga qarab) quyidagilarni kiritish mumkin.

Likvidlilik riski (inglizchada - *liquidity risk*) – qimmatli qog'ozlar sifatini baholashdagi o'zgarishi tufayli ularni sotish chog'ida paydo bo'luvchi yo'qotishlar bilan bog'liq risk. Xususiy holda, bu risk savdodan keyin xaridor yoki sotuvchi tomonidan to'lov majburiyatini vaqtinchalik bajarmasligi tufayli ham vujudga kelishi mumkin.

Yetkazib berilishi riski – savdo sodir bo'lganidan keyin sotuvchidagi qimmatli qog'ozlarni xaridorga o'z vaqtida yetkazib bermaslik riski.

Operatsion risk – savdo vaqtida komp'yuter tizimidagi nosozliklar yoki birja personalni ishini past sifati evaziga sodir bo'ladigan yo'qotishlar bilan bog'liq risk.

Kliring riski – savdo vaqtida kliring tizimidagi kamchiliklar va hisob-kitob texnologiyasini buzish evaziga sodir bo'ladigan yo'qotishlar bilan bog'liq risk.

Qoplash bo'yicha zarar ko'rish riski (inglizcha, *replacement cost risk*) – uchinchi shaxslar oldidagi majburiyatlarni savdo jarayonida sotuvchiga tegishli pul mablag'larni ololmaganligi evaziga qoplay olmaslik riski.

Qarzning asosiy summasini yo'qotish riski (inglizcha, *principal risk*) – savdo natijasi bo'yicha bir vaqtning o'zida sotilgan qimmatli qog'ozlar bo'yicha pul to'lovi va ularni xaridorga yetkazib berilmaslik evaziga sodir bo'luvchi yo'qotishlar bilan bog'liq risk. Bunday risk sotuvchining to'lov qobiliyatini yo'qotishi holatida ro'y berishi mumkin. Bu risk «to'lov natijasiga ko'ra yetkazish» tamoyili asosida yo'qotilishi mumkin.

Savollar

1. Auktsion risklari qanday tavsiflanadi?
2. Elektron savdo risklari qanday tavsiflanadi?
3. Operasion va soxta bitishuv risklari nima?
4. Bozorda manipulyasiya riski nimani anglatadi?
5. Qaysi risklarni bartaraf qilish mumkin?

Topshiriqlar

1. Birja risklari to'g'risida elektron prezentasiya tayyorlang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

8.3. Investitsion jarayondagi risk omili

Umuman olganda, moliya bozorlarida kechadigan investitsion jarayon bir-biri bilan bog'liq bo'lgan besh bosqichni o'z ichiga oladi⁹⁸:

- 1) investitsion siyosatni tanlash;
- 2) moliya bozorini tahlil qilish;
- 3) investitsiyalar portfelinii shakllantirish (sektivlik, operatsiyalar vaqtini tanlash, diversifikatsiyalash masalalarini echish bilan bog'liq);
- 4) investitsiyalar portfelinii qayta ko'rib chiqish (1-3-bosqichlarni qaytarish);
- 5) investitsiyalar portfeli samaradorligini baholash.

Investitsion jarayonni boshqarish deganda undagi barcha bosqichlar natijalari sifatini doimo kuzatib va korrektirovka qilib borish asosida bosqichlarni uzluksiz qaytarib borish jarayonini tushunish mumkin. Bu jarayonlardagi barcha ishlar risklarga moyil bo'lganligi

⁹⁸ Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ.-М.: Инфра М, 1999.-с.10-14.

sababli, ulardagi mavjud bo'lgan risk omilini o'rganish muhim ahamiyatga ega⁹⁹. Bunda I-VII boblardagi va 8.1-paragrafdagi ma'lumotlar hamda 8.2-paragrafda ko'rilgan fond birjasidagi faoliyat (harakatlar) doirasidagi risklar ushbu risklarni o'rganishda foydali.

Moliyaviy resurslarni investitsiya qilish jarayoni ko'p jihatdan qimor ruletkasida o'ynashni eslatadi. Investorlar u yoki bu investitsiya obyektlarini tanlab, o'z mablag'larini ruletkadagiga o'hshash o'yinga tikadilar (o'z stavkalarini qiladilar). Bunda investorlarni stavka qilishlari chog'ida mavjud noaniqlikka qaramasdan faqat ehtimoliy yutuq miqdoriga ega bo'lish mumkinligi istagi yetaklaydi. Yutuq ehtimoli qanchalik kam bo'lsa, yutib olish shunchalik qiyin kechadi, demak, omadsizlik darajasi ham yuqori bo'ladi. Shunday qilib, o'yinda muvaffaqiyat ehtimoli amalga oshirilayotgan operatsiya ning risklilik xarakteristikasi bo'lib chiqadi, o'yinga tikilgan kapital bo'yicha natija (yutuq yoki omadsizlik) esa risk uchun yoki yutuq imkoniyatlarini kamaygani (yomon holda omadsizlik) uchun to'langan haq sifatida namoyon bo'ladi.

Qimmatli qog'ozlar bozori bo'yicha investision jarayondagi risk omilini («risk bahosini») aniqlashda, odatda, kafolatlangan nol riskli ma'lum davrlarda belgilangan daromadlar keltiruvchi davlat qimmatli qog'ozlari hamda ma'lum ulushda (darajada) riskli qimmatli qog'ozlar (daromadi oldindan hisoblanib topilishi qiyin) hisobga olinadi. «Risk bahosini» quyidagicha hisoblab topish mumkin:

$$чр = \frac{\partial рчб - \partial зчб}{сo}, \quad (8.3.1)$$

bunda: $чр$ – risk bahosi; $\partial рчб$ – riskli qimmatli qog'ozlar bo'yicha daromad; $\partial зчб$ – davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha daromad; $сo$ – riskli qimmatli qog'ozlar bo'yicha daromadni o'rtacha daromaddan o'rtacha og'ishi (farqi).

Yuqorida aytilganlarga asosan, investision jarayondagi risk omilini tushunish uchun quyidagi savollar va ularga mos javoblarni hamda tegishli fikr-mulohaza va xulosalarni ko'rish o'rinli.

Investitsion riskni pasaytirish yo'li bilan daromadni oshirish mumkinmi? Investitsiyalar ishonchliligini oshirishning keng tarqalgan usullaridan biri – investitsion qo'yilmalarni diversifikatsiyalashdir. Uning afzalliklarini quyidagi misolda ko'rish mumkin.

⁹⁹ Инвестиционно-финансовый портфель (Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового менеджера. Книга фондового посредника)/Отв.ред. Рубин Ю.Б., Салдацкий В.И.-М.: СОМИНТЕК, 1993-752 с.

Faraz qilaylik, bir tarmoqda faoliyat yurituvchi «A» va «B» kompaniyalar Aksiyalari mavjud. Bu kompaniyalarning aksiyalari kurslari qarama-qarshi yo'nalishlarda o'zgarib boradi, ya'ni kompaniya «A» Aksiyalari kursi 10 dollarga ortadi, kompaniya «B» aksiyalari kursi esa 5 dollarga pasayib boradi va aksincha o'zgarish tendentsiyasini kuzatish mumkin. Bunda aksiyalar kurslarining u yoki bu tomonga qarab o'zgarishi teng ehtimoliy xarakterga ega. Bunday kompaniyalar sifatida, masalan, bir-birlari bilan doimo yahna ichimliklar bozorida raqobatda bo'luvchi «Koka-kola» va «Pepsi-kola» kompaniyalarni misol bo'la oladi. Bu kompaniyalarning istalgan birini aksiyalariga qilingan investitsiyalar 50 foiz zarar ko'rish ehtimoli bilan o'rtacha 2,5 dollar miqdorida (aksiyalar kursini ham o'sishi, ham pasayishi ehtimoli bilan) daromad ($0,5 \times \$10 - 0,5 \times \5) keltiradi. Har ikkala kompaniya aksiyalarini sotib olish esa bir aksiyaga kafolatlangan 2,5 dollar miqdorida ($(\$10 - \$5)/2$) daromad keltiradi (farazimiz asosida), ya'ni bu degani, o'sha bir xil daromadni (2,5 dollarli) ta'minlagan holatda riskni to'liq bartaraf qilinishi imkonini beradi.

Ko'rilgan kompaniyalar misoli asosida quyidagi ikki muhim xulosa kelib chiqadi:

- investitsion faoliyatni samarali yuritish uchun investision qo'yilmalarni diversifikatsiyalashga etarli bo'lgan kapital zarur. Aks holda (mablag' etarli bo'lmasa), moliya bozorlarida investitsion faoliyat yuritishni ko'p sonli mayda investorlar mablag'larini jamlab rasional investitsion portfel tuzuvchi va boshqaruvchi ixtisoslashgan kompaniyalarga (masalan investitsiya fondlari yoki trast kompaniya yoki investitsion banklarga) topshirish maqsadga muvofiq;

- konkret bir qimmatli qog'ozning risk darajasini boshqa qimmatli qog'ozlarga nisbatan aniqlash maqsadga muvofiq (8.3.1-formulaga qaralsin), yaxshisi – fond bozorining risk darajasiga nisbatan, ya'ni ushbu qog'ozning riskliliigi ko'rsatkichini fond bozori riskliliigi ko'rsatkichiga bo'linmasi ko'rinishida. Amaliyotda buning uchun ushbu qimmatli qog'oz bo'yicha kapitalning bir miqdoriga keltirililadigan daromad va fond bozorida barcha qimmatli qog'ozlar bo'yicha investision qo'yilmalar birligiga bo'lgan o'rtacha daromad orasidagi statistik bog'liqlik darajasini baholash metodlari qo'llaniladi. Agar riskning nisbiy bahosi birdan katta bo'lsa, demak, unda qimmatli qog'ozning ushbu turi umuman fond bozoriga nisbatan solishtirilganda yuqori riskliliigi bilan xarakterlanadi. Buning aksi ham bo'lib chiqishi mumkin.

Riskning nisbiy bahosi ko'rsatkichlari bo'yicha moliya bozorlarini tahlil qilishda keng qo'llaniladigan kapital aktivlarning narxiy modeli (SARM – *Capital Asset Pricing Model*)¹⁰⁰ quriladi (4.7-paragraf).

Turli kompaniyalar bo'yicha riskning nisbiy bahosi ko'rsatkichlari xorijiy mamlakatlarning moliyaviy nashrlarida muntazam chop etilib boriladi. Shu sababli, matematik va statistik apparatni (metodlar va modellarni) egallamagan oddiy investor ham ixtisoslashgan moliya (investitsiya) institutlari yordamiga murojaat qilmasdan mustaqil ravishda turli firmalar bo'yicha risk omilidan tozalangan daromad ko'rsatkichlarini solishtirishlari va investitsiya obyektini tanlab olishlari mumkin.

Investor tomonidan investision strategiyalarni shakllantirilishi chog'ida uning individual jihatlari, sosial mavqei va investision jamg'armalari hajmi ham katta ahamiyatga ega. Bu belgilar bo'yicha investorlarni harakatlari (strategiyasi) riskliligi darajasi xarakteriga monand quyidagi turlarga ajratish mumkin (5.1- va 5.2-paragraflarga qaralsin): konservativ, me'yorli agressiv, agressiv, tajribali, ihtidorli yaxshi spekuliyativ o'yinchilarga. Ularning har biri o'ziga xos investision tamoyillari, tajribalari, maqsadlari, usullari va strategiyalariga ega.

Konservativ investorlar: bunday investorlarning asosiy maqsad-vazifasi – ishonchli investitsion qo'yilmalar, mavjud risklarni minimal-lashtirish. Ularni asosan yuqori sifatli obligatsiyalar va imtiyozli aksiyalar qiziqtiradi. Bunday investorlarga misol qilib nufuzli reputatsiyaga ega bo'lgan davlat tashkilotlari va kompaniyalarini ko'rsatish mumkin.

Me'yorli agressiv investorlar: bunday investorlar riskka ko'proq moyil bo'lib, uning darajasini chegaralashni afzal ko'radilar. Ularning maqsad-vazifasi – o'z investitsiyalari bo'yicha bir vaqtning o'zida investitsiyalarini himoyalash va xavfsizligini ta'minlash hamda ulardan yuqori daromadlilik darajasiga erishish. Ularning investision portfellariga yuqori va o'rta sifatli qimmatli qog'ozlar kiradi.

Agressiv investorlar: bunday investorlar riskka nisbatan ancha loyal bo'lib, o'z investision portfellarini yuqori daromadli kelajakda kurslari o'sishi mumkin bo'lgan yuqori riskli o'rta va past sifatli qimmatli qog'ozlardan (asosan tez o'suvchi tarmoqlar Aksiyalaridan) shakllantiradi.

¹⁰⁰ Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ.-М.: Инфра М, 1999.-с.258-288.; Шохъязмиев Ш.Ш. Секьюритизация.-Т.: Узбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-66.24-41, 244-309.

Tajribali investorlar: bunday investorlar investision faoliyatida boy tajribaga ega bo'lib, fond bozori kon'yunkturasi prognoz qilishni yaxshi biladilar va amalga oshiradilar. Shuning uchun ular o'z investision faoliyatida obyektiv riskli qimmatli qog'ozlarga investitsiya qilishsalar ham ulardan yuqori likvidlikka va barqaror daromadga erishadilar.

Ihtidorli yaxshi spekulativ o'yinchilar: bunday investorlar maksimal manfaat olish yo'lida o'z kapitalarini ham sarflashga doim tayyor bo'ladilar, o'z investision portfellarini spekulativ past sifatli, kurslari tez o'zgaruvchan qimmatli qog'ozlardan shakllantiradilar. Bunda ular milliy valyutaning kurs o'zgarishlarida o'ynashni ma'qul ko'radilar.

Savollar

1. Investitsion jarayon va uni boshqarishning mazmuni nima?
2. Nima uchun investitsiya qilishni ruletka bilan solishtiriladi?
3. Investitsiya riskini pasaytirish va daromadni oshirish mumkinmi?
4. Qaysi belgilar bo'yicha investorlarni harakatlari (strategiyasi) risklilik darajasi xarakteriga monand turlarga ajratish mumkin?

Topshiriqlar

1. Investitsiya risklari to'g'risida elektron prezentasiya tayyorlang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

8.4. Investitsion portfellar

Investitsiyalar portfeli – ma'lum bir maqsadli investitsion siyosat asosida shakllantirilgan moliyaviy instrumentlar to'plami. Portfellar jamg'arma va kapitalni jamlash vositasi sifatida namoyon bo'ladi.

Investitsiyalar portfelinin asosiy maqsadi – investorlar mablag'ini moliyaviy instrumentlarga (qimmatli qog'ozlarga) yo'naltirish asosida rejalashtirilgan daromadni past (yuqori) risklarda olish.

Portfelning mazmuni – bir to'plamga jamlangan qimmatli qog'ozlar bo'yicha investor uchun qulay va zaruriy investision sharoitlarni yaxshilash bo'lib, unda bu to'plamdagi qog'ozlarda investorning investision siyosati maqsad-vazifasi doirasida yaratilgan ushbu sharoitlar talablariga javob beruvchi investision xossalari shakllantiriladi. Bunday xossalarni alohida olingan bir turdagi qimmatli qog'oz doirasida ta'minlab bo'lmaydi, faqat ularning kombinatsiya-sidagina shakllantirilishi mumkin.

Umuman olganda, portfelni shakllantirish, tahlil va monitoring qilish hamda optimallashtirish asosida tarkibini qayta ko'rib chiqish jarayonida uning talab qilingan parametrlariga mos keladigan yangi investision sifati xossasiga erishiladi. Bunda bu jarayonni umuman olganda portfelni boshqarish deb tushunish mumkin. Investitsiyalar portfeli shunday instrumentki, uning samarali boshqarilishi asosida investorni talabi doirasida qoniqarli daromadning barqaror miqdori minimal risklar darajasida ta'minlanishi mumkin.

Investitsiyalar portfeli bo'yicha olinadigan daromadni portfel tarkibiga kirgan ma'lum darajada riskli moliyaviy instrumentlar to'plamidan shakllanuvchi yalpi daromad deyiladi. Shu munosabat bilan har qanday portfelda daromad va risk o'rtasidagi miqdoriy muvofiqligi muammosi vujudga keladi. Bu muammo portfelni samarali boshqarish evaziga hal qilinadi. Aytish joizki, bu muammoni echish uchun lozim bo'lgan umumiy sxemani tez topish mumkin bo'lsada, lekin uni oxirigacha to'liq yechimiga kelish mumkin emas.

Moliyaviy instrumentlarning investision sifatiga qarab, turli tarkibdagi portfellarni shakllantirish mumkin. Portfel bo'yicha investorni qiziqtirgan daromad va investor uchun qabul qilinishi mumkin bo'lgan risk o'rtasidagi balans darajasiga qarab, portfel turini aniqlash mumkin.

Demak, *portfel turi* – daromad va risk nisbatiga asoslangan portfel xarakteristikasi. Portfelni turlarga tasniflashda muhim belgi qilib undan qaysi usul va qanday manba bo'yicha daromad olinganligi olinadi, ya'ni kurs bahosini o'sishi yoki dividendlar, foiz daromadlarning joriy to'lovlarimi (8.4.1-rasmga qaralsin).

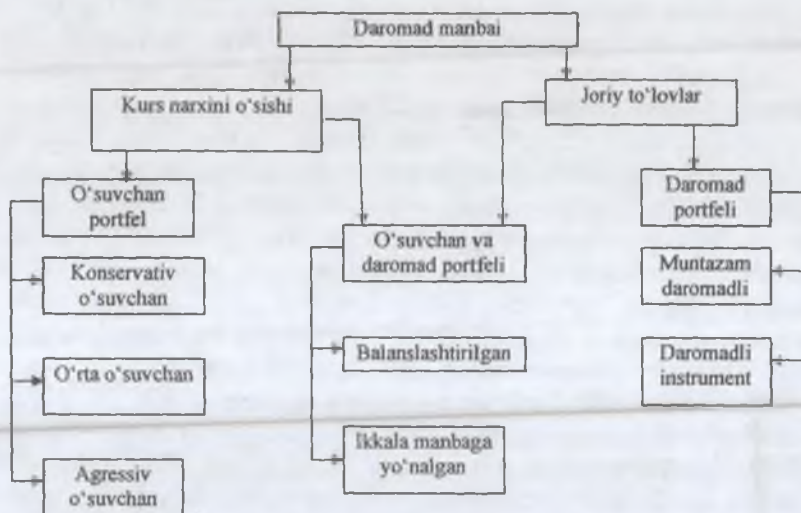
8.4.1-rasmda quyidagilar nazarda tutilgan.

O'suvchan portfel kurs bahosi o'sib boruvchi kompaniyalar aksiyalaridan shakllanib, uning maqsadi – dividendlar olish bilan birga portfelning kapital bahosini o'sishi. Lekin, bunda dividendlar miqdori kichik miqdorlarda bo'ladi. Portfelga kiruvchi aksiyalar to'plami (paketlari) kurs narxining o'sishiga qarab, ushbu guruhni tashkil qiluvchi portfellar turi belgilanadi.

Agressiv o'suvchan portfel kapitalni maksimal o'sishiga qaratilgan bo'lib, unga asosan yosh, tez o'suvchan, yuqori riskli, lekin shu bilan birga yuqori daromadlar keltiruvchi kompaniyalar aksiyalari kiradi.

Konservativ o'suvchan portfel past riskli bo'lib, o'z tarkibini asosan yirik, tanilgan kompaniyalar Aksiyalari bilan shakllantiradi. Bunda aksiyalar kurs bahosi barqaror sur'atlar bilan o'suvchan bo'ladi.

Portfel tarkibi uzoq muddat davomida barqaror bo'lib qolib, o'zidagi kapitalni saqlab qolishga qaratilgan.



8.4.1 -rasm. Daromad manbai bo'yicha portfel tasnifi

O'rtacha o'suvchan portfel agressiv va konservativ portfellarning omuhtasi bo'lib, unga uzoq muddatga olingan ishonchli moliyaviy instrumentlar bilan birga tarkibi tez (davriy) yangilanib boruvchi riskli instrumentlar ham kiradi. Bunda o'rtacha o'sish va qoniqarli risk darajasi kafolatlanadi. Portfelning ishonchliligi darajasi kurs narxi konservativ o'suvchan instrumentlar hisobiga ta'minlanadi, daromadligi esa – kurs narxi agressiv o'suvchan instrumentlar evaziga ta'minlanadi. Bunday turdagi portfellar amaliyotda keng tarqalgan bo'lib, yuqori riskka moyil bo'lmagan investorlar tomonidan ko'p qo'llaniladi.

Daromad portfeli foizlar va dividendlar ko'rinishidagi yuqori joriy to'lovlar olishga qaratilgan bo'lib, asosan kurs narxi kamroq o'suvchan, lekin me'yor darajasida riskli va yuqori daromad to'lovli korporativ qimmatli qog'ozlardan tarkib topadi. Bunday portfelni tuzishdan maqsad – konservativ investor uchun ma'qul bo'lgan minimal risk darajasiga mos keluvchi ma'lum bir daromad miqdorini olish. Shuning uchun bunday portfellarning investitsion obyekti bo'lib, yuqori ishonchli fond

instrumentlari (barqaror to'lanadidan foiz daromadlari va kurs narxining baland nisbatiga egalari) hisoblanadi.

Muntazam daromadli portfel riskning minimal darajasida o'rtacha daromad keltiruvchi yuqori ishonchli instrumentlardan tarkib topadi.

Daromadli instrumentlardan iborat portfel riskning o'rtacha darajasida yuqori daromad keltiruvchi qimmatli qog'ozlar va yuqori daromadli korporasiyalar obligatsiyalaridan tarkib topadi.

O'suvchan va daromad portfel fond instrumenlarining kurs narxini tushib ketishi va kichrayib ketadigan foiz va dividend to'lovlari sababli fond bozorida mumkin bo'lgan yo'qotishlarni oldini olish uchun shakllantiriladi. Portfelga kirgan moliyaviy aktivlarning bir qismi investorga kapital bahosini o'sishi bo'yicha, ikkinchi qismi esa daromadni ortishini ta'minlaydi. Bunda aktivlarning bir qismi bo'yicha yo'qotishlar ikkinchisini ko'tarilishi hisobiga qoplanadi.

Ikkala manbaga yo'nalgan portfel o'z egasiga investitsiya qilgan kapitali bo'yicha yuqori daromad keltiruvchi aktivlardan tarkib topadi. Ushbu holda ikkala manbaga yo'nalgan investitsiya fondlari qimmatli qog'ozlari haqida fikr yuritilmoqda bo'lib, ular o'zlarining ikki turdagi aksiyalarini chiqaradi: birinchisi – yuqori daromad keltiruvchilari, ikkinchisi – kapital kurs bahosi o'sishini ta'minlaydi. Bunday portfelning xarakteristikalari ushbu fondlar aksiyalarini ko'p miqdoridan tarkib topishi bilan belgilanadi.

Balanslashtirilgan portfel o'zida na faqat daromadlarni, balki risklarni ham o'zaro balanslashtirilganini nazarda tutadi. Balanslashtirilgan portfellar ma'lum proporsiyada kurs bahosi o'suvchi va yuqori daromadli qimmatli qog'ozlardan tarkib topadi. Portfellar tarkibiga bozor kon'yunkturasi qarab yuqori riskli qimmatli qog'ozlar ham kiritiladi, lekin ular odatda oddiy va imtiyozli aksiyalar hamda obligatsiyalardan shakllantiriladi.

Agar portfellar turini investor uchun ma'qul bo'lgan risklar darajasi bo'yicha tasniflansa, unda portfellar turi to'rt hil bo'lishi mumkin: konservativ, me'yorli-agressiv, agressiv va noratsional. Demak, investorning har bir turiga unga mos bo'lgan portfel turi to'g'ri keladi: yuqori darajada ishonchli, lekin past daromadli; diversifikatsiyalangan; riskli, lekin yuqori daromadli, tizimsiz (8.4.1-jadvalga qaralsin).

Portfellarini tasniflashda ularning tuzilmasini tashkil etuvchi belgilar sifatida quyida keltirilgan investision sifat ko'rsatkichlari asosida portfel tarkibida turli investision aktivlar bo'lishi mumkin (8.4.2-rasmga qaralsin).

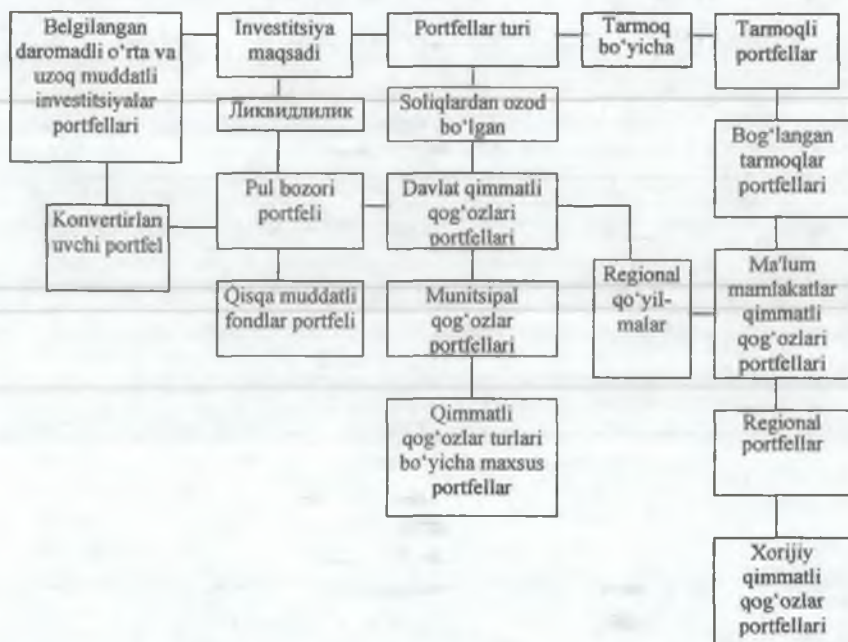
Investor turi va portfel turi o'rtasidagi bog'liqlik

Investor turi	Investitsiya maqsadi	Risk darajasi	Qimmatli qog'oz turi	Portfel turi
Konservativ	Inflyatsiyadan himoya	Past	Davlat qimmatli qog'ozlari, yirik emitentlar aksiyalari va obligatsiyalari	Yuqori ishonchli, lekin past daromadli
Me'yorli agressiv	Uzoq muddatga kapital qo'yish va uning o'sishi	O'rtacha	Kichik ulushda davlat qimmatli qog'ozlari, katta ulushda yirik va o'rtacha, lekin bozor tarixiga ega ishonchli emitentlar qog'ozlari	Diversifikatsiyalangan
Agressiv	Spekulyativ o'yin, qo'yilgan mablag'larni tez o'sish imkoni	Yuqori	Unchalik katta bo'lmagan emitentlarning yuqori daromadli qog'ozlari, venchur kompaniyalar va h.k. qog'ozlari.	Riskli, lekin yuqori daromadli
Noratsional	Aniq maqsadlar yo'q	Past	Ixtiyoriy ravishda tanlab olingan qimmatli qog'ozlar	Tizimsiz

Likvidlilik portfelning investision sifati tariqasida portfelni tez vaqtda bahosi yo'qotilmasdan pul mablag'lariga aylantirilishini anglatadi. Pul bozori portfeli eng likvid hisoblanadi.

Pul bozori portfeli – asosiy maqsadi kapitalni to'liq saqlab qolishga yo'naltirilgan portfellar turi bo'lib, uning tarkibiga ko'proq pul mablag'lari va tez sotiladigan aktivlar kiradi. Ta'kidlash joizki, «qimmatli qog'ozlar» bilan ishlashning asosiy qoidalaridan biri quyidagini ifodalaydi: «qimmatli qog'ozlarga barcha mablag'larni qo'yish mumkin emas, balki kelajakda bexosta to'satdan vujudga keluvchi investision masalalarni echish uchun bo'sh mablag'lar zahirasiga ega bo'lish lozim». Ushbu qoida «qimmatli qog'ozlar bilan ishlashning oltin qoidasi» deb yuritiladi. Bunday masalalarni echishda ma'lum harajatlar mavjud bo'lib, ularning miqdori foiz stavkasiga

bog'liq bo'ladi va portfelning barqarorligini harajatlar bo'yicha ta'minlaydi.



8.4.2-rasm. Asosiy investitsion sifatlar

Qisqa muddatli fondlar portfellari ham yuqori likvidlilik darajasiga ega bo'lib, ular tarkibiga pul bozorida muomalada bo'luvchi qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar kiradi. Bunday portfellar qisqa muddatli davlat (jumladan munisipal) qog'ozlaridan tashkil topgan bo'lsa, unda ular soliqlardan ozod qilingan hisoblanadi. Shuni qiziqki, davlat qisqa muddatli kuponsiz qog'ozlaridan iborat portfel o'sish portfeli hisoblanadi, chunki ular bo'yicha daromad kurs tafovuti bo'yicha xosil bo'ladi.

Investitsiya qilish maqsadiga bog'liq holda portfellar tarkibi konvertirlanuvchi qog'ozlardan (konvertirlanuvchi: obligatsiyalar imtiyozli Aksiyalardan) iborat bo'lsa, unda bunday portfellar mos ravishda konvertirlanuvchi portfellar deyiladi. Faol hisoblangan «buqalar» bozorida bunday tarkib qo'shimcha daromad olish imkonini

beradi. Bunday turdagi portfellarga belgilangan daromadli o'rta va uzoq muddatli investitsiyalar portfellari ham kiradi.

Portfelga nisbatan risk omili – ma'lum portfel-investision jarayon bilan bog'liq bo'lgan netto pul oqimining o'zgaruvchanligi.

Portfeldagi qimmatli qog'ozlar bahosining o'zgarishiga olib keluvchi quyidagi uch sababni ko'rsatish mumkin:

1. Emitentning kredit bahosi va undan kutiladigan qaytim normasi yaxshilanadi yoki yomonlashadi.

2. Agar bozor parametrlari (kutilayotgan qaytim normasi va kredit baho) o'zgarmas qolsa, lekin obligasiyalar bo'yicha majburiyatlar ijrosi muddati yaqinlashsa, unda qog'ozlar (agar ularning narxlari rag'bat yoki diskonta doirasida bo'lsa) narxi o'zgarib turadi (yoki yuqoriga sakraydi yoki pastga tushadi).

3. Kutilayotgan qaytim normasi o'zgaradi, bu esa o'zgarmas kuponli instrumentlar narxini korektirovka qilishga olib keladi.

Aytish joizki, 8.4.2-rasmda keltirilgan boshqa portfel turlari ularga kirgan investision aktivlarning va ularni emitent turlari, xossa va xususiyatlari hamda investorlarga beradigan qonuniy huquq va imkoniyatlar bilan belgilanadi.

Yuqorida keltirilgan portfellar turlari mazmunidan ularni sifat nuqtai nazaridan shakllantirishning tamoyillarini idrok qilish qiyin emas.

Savollar

1. Qimmatli qog'ozlar portfeli nima?
2. Portfellarni qanday turlarini bilasiz?

Topshiriqlar

1. Portfellar to'g'risida elektron prezentasiya tayyorlang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

8.5. Investision portfelni shakllantirish asoslari

Portfelli investorlar o'z portfellarini shakllantirishda oldindan ehtimoliy ravishda ma'lum risklar darajasida rejalashtirilgan daromad miqdorini olish maqsadini ko'zlaydilar (8.4-paragrafga qaralsin). Bunda ular o'z mablag'larini joylashtirish chog'ida quyidagi ishlarni amalga oshiradilar:

- investitsiyalar portfelini shakllantirish uchun kerakli investision aktivlarni (obyektlarni) tanlash;

- har bir moliyaviy instrumentga (qimmatli qog'ozga) yo'naltiriladigan pul mablag'lari hajmini aniqlash;

- moliya bozorini tahlil qilish va portfelni shakllantirish strategiyasini belgilash.

Portfelni shakllantirish – qimmatli qog'ozlar bozori holatiga xolis ta'sirchan bo'lgan aktivlar guruhini tanlash jarayoni. Bunda portfel investorlar quyidagi asosiy tamoyillarga rioya qiladilar:

- qimmatli qog'ozlar bozorining hozirgi (joriy vaqtdagi) holatini aniq belgilashdan qochib, portfel hajmini aniqlashda uzoq muddatli istiqbolni ko'zlash;

- aktivlarning yirik paketlarini shakllantirishda (portfelga to'plashda) portfelli investoming faoliyatini qimmatli qog'ozlar bozoriga ta'sir ko'rsatishini nazarda tutish;

- siyosiy, iqtisodiy va moliyaviy informasiyaga ega bo'lishlik muvaffaqiyatning asosiy omili.

8.4-paragrafda investitsiyalar portfellarini sifati bahosi nuqtai nazaridan (miqdoriy bo'lmagan bahosi) shakllantirish uchun yordam beradigan tamoyillarni (ya'ni, sifatiy jihatlariga tayanuvchilarini) ko'rib chiqdik. Portfelni shakllantirish chog'ida muammoning sifat belgilaridan kam ahamiyatli bo'lmagan miqdoriy tomonlarini ko'rish maqsadga muvofiq. Shu munosabat bilan portfellarining miqdoriy sifati nuqtai nazaridan investor uchun quyidagi savol o'rinli: «Portfelda necha dona qimmatli qog'oz bo'lishi zarur?»

Investision tahlil nazariyasi ta'kidlaydiki, oddiy diversifikatsiyalashning asosi bo'lgan «tuxumlarni bir savatga qo'ymang» tamoyili investision mablag'larni tarmoqlar va kompaniyalar o'rasida samarali taqsimlanishi tamoyilidan hech qancha yomon emas. Bundan tashqari, portfeldagi aktivlar sonini sakkizdan ortig'i portfel riskini sezilarli pasaytiradi. Risk darajasini maksimal kamaytirish mumkin, agar portfelga 10-15 oralig'idagi soni kiritilgan bo'lsa. Portfel tarkibini bundan orttirish maqsadga muvofiq emas (chunki investorlar uchun qiyinchilik tug'diruvchi ortiqcha diversifikatsiya effekti vujudga keladi, ya'ni portfelni boshqarish juda murakkablashib ketadi, tahlil va joriy monitoring harajatlari ortadi, samarali investision qaror qabul qilish qiyinlashadi).

Portfelni shakllantirishda quyidagi ishlar ketma-ketligi bajariladi:

1. Quyidagilar tahlil qilinib dastlabki monitoringi o'tkaziladi (to'liq monitoring tartibi 8.6-paragrafda kengroq keltirilgan):

- qimmatli qog'ozlar bozori, uning segmentlari va indikatorlari;

- emitentlarning moliyaviy-iqtisodiy ko'rsatkichlari;
- qimmatli qog'ozlarning investitsion sifat ko'rsatkichlari.

2. Dastlabki monitoring (tahliliy kuzatish) natijalari asosida qo'yilgan investitsion maqsadga (masalan, yuqori daromad olish) mos keluvchi portfelning boshlang'ich tarkibi uchun kam deganda aksiyalar va obligatsiyalarning ikki paketini belgilab olish.

3. Rejalashtirilgan investitsion mablag'larni tanlab olingan paketlarga investitsion maqsadga erishishni ta'minlovchi diversifikatsiya tamoyili asosida taqsimlash. Buning uchun quyida keltirilgan misoldan foydalanish mumkin.

Faraz qilaylik, bozorda ikki firmaning aksiyalar va/yoki obligatsiyalari mavjud. Firmalardan biri (Firma 1) quyosh nuridan himoyalovchi ko'zoynaklar ishlab chiqaradi, ikkinchisi (Firma 2) esa yomg'irdan saqlovchi soyabonlar chiqaradi. Pul mablag'larining teng ikkiga bo'lib, har bir firma aksiyalari/obligatsiyalariga mutanosib miqdorlarda yo'naltirish mumkin. 8.5.1-jadvalda amalga oshirilgan operatsiyalar natijalari keltirilgan.

8.5.1- Jadval.

Portfelni diversifikatsiyalash natijalari

Tabiat sharoitlari	Firma 1 aksiyalari bo'yicha daromad normasi, %, E_0	Firma 2 aksiyalari bo'yicha daromad normasi, %, E_3	Portfel bo'yicha daromad normasi $E_p=0,5E_0+0,5E_3$
Yomg'irli	0	20	10
Normal	10	10	10
Quyoshli	20	0	10

Ko'rinib turibdiki (8.5.1-jadval), turli tovar chiqaruvchi firmalar Aksiyalaridan (obligatsiyalaridan) iborat portfel barqaror ijobiy natija olishni ta'minlaydi.

4. Dividendlar, belgilangan foizlar, kurs tafovuti ko'rinishida olingan daromad ko'rsatkichi bo'yicha portfelni uzluksiz tahlil qilish yo'li bilan birinchi badda (punkt)da keltirilgan ishini qaytarish.

Keltirilgan misol asosida quyidagi ko'rsatkichlarni hisoblab topish mumkin.

1) Butun portfelning daromad normasi:

$$P_{\Pi} = D_1 P_1 + D_2 P_2 + \dots + D_n P_n, \quad (8.5.1)$$

bunda: P_1, P_2, P_n – alohida aktivlar daromadlilik normalari; D_1, D_2, D_n – portfeldagi aktivlarning ulushi.

2) *Portfeldan qaytim normasi:*

$$R_p = \frac{MV_1 - MV_0 + D}{MV_0} \quad (8.5.2)$$

bunda: R_p – hisobot davrida portfeldan qaytim normasi; MV_1 – baholashning oxirgi davrida portfelning bozor bahosi; MV_0 – baholashning boshlang'ich davrida portfelning bozor bahosi; D – investorga baholash davrida to'langan daromad to'lovlari.

Ushbu formula soddalashgan bo'lib, unda quyidagi kamchiliklarni hisobga olish lozim:

- portfelni moliyalashtirish bahosi (narxi) yo'q;
- daromad to'lovlari momenti va ularni moliyalashtirish bahosiga ta'siri hisobga olinmagan;
- hisob davri vaqtida moliyaviy ishtirok summasini oshirish (yoki pasaytirish) imkoniyati yo'q.

3) *Qaytimning o'rtacha arifmetik normasi R_A :*

$$R_A = \frac{R_{P1} + R_{P2} + \dots + R_{PN}}{N} \quad (8.5.3)$$

bunda: R_{pk} – k ($k=1, \dots, N$) kichik vaqtdagi portfel hisobiga erishilgan qaytim normasi; N – baholash davridagi kichik (oraliq) vaqtlar soni.

4) *Portfeldan keluvchi tushumlar miqdori:*

$$P_p = P_r - L_u + P_u - C_c \quad (8.5.4)$$

bunda: P_p – portfeldan olingan foyda; P_r – amalga oshirilgan (realizasiya qilingan) foyda; L_u – amalga oshmagan yo'qotish; P_u – amalga oshmagan foyda; C_c – pozisiyani moliyalashtirish bahosi.

Investision portfel harajatlarini aniqlash, baholash va kamaytirish quyidagi ishlarni o'z ichiga oladi:

1) Portfelning monitoringini o'tkazish.

2) Portfel parametrlarini 8.5.1-8.5.4-formulalar yordamida hisoblash.

3) Portfel harajatlarini ko'rsatuvchi portfel parametrlari bo'yicha farqlarni aniqlash. Bunda transaksion harajatlarni o'zgarimas deb hisoblash mumkin.

Harajatlarni hisobga olgan holda portfel uchun aksiyalar va obligatsiyalarni tanlash bo'yicha quyidagi ishlarni bajarish lozim.

Qimmatli qog'ozlarni tanlashda bitishuvlar (operatsiyalar) tuzilmasini taklif va uni o'zgarishi nisbati bilan solishtirish, bitishuvlar va takliflar tuzilmalari o'rtasidagi nisbatning o'zgarishini aniqlash lozim.

Bitishuvlar tuzilmasi va takliflar tuzilmasi qimmatli qog'ozlarning quyidagi guruhleri bo'yicha tadqiq qilinadi: aksiyalar, obligatsiyalar, sertifikatlar, derivativlar (ko'pincha opsiyonlar).

Aksiyalar va obligatsiyalar guruhida emitentlarning tarmoq guruhleri ajratib olinadi: birjalar, savdo uylari va savdo kompaniyalari, investitsiya kompaniyalari va fondlari, banklar, ishlab chiqarish kompaniyalari va h.k.

Investorlar moyilligi investision moyillik koeffitsienti ($IMK=A/B$) yordamida baholanadi. Bunda: A – oylik bitishuvlar tuzilmasida qimmatli qog'ozlarning mazkur guruhi ulushi; B – sotuvga bo'lgan takliflarning oylik tuzilmasidagi qimmatli qog'ozlarning mazkur guruhi ulushi.

Investorlar moyilligini o'zgarishi investision moyilliklar koeffitsientlari indeksi yordamida baholanadi. Bu indeks turli vaqt davrlari IMKlarining nisbatini ifodalaydi.

Statistik informatsion baza sifatida savdo tizimlaridagi qimmatli qog'ozlar (sertifikatlardan tashqari) bo'yicha savdo natijalari tanlab olinadi. Bu esa ikki omildan kelib chiqadi: mazkur savdo tizimlarining takliflari tuzilmasi ko'proq reprezentativ bo'ladi, savdolar natijasi esa ehtimoliy va reklamaviy bitishuvlar bilan kamroq yuklangan. Opsiyonlar va sertifikatlar bo'yicha birjadan tashqari bozor savdolari natijalarini hisobga olish mumkin.

Investorning u yoki bu qimmatli qog'ozni tanlashga moyilligini aniqlashda va qog'ozlar monitoringini o'tkazishda 8.5.1-8.5.4-formulalardan foydalanish mumkin. Portfel amaliyotida beta koeffitsientini ham qo'llash mumkin (tegishli adabiyotlarda keng yoritilgan).

Savollar

1. Portfelni shakllantirish deganda nima tushuniladi va unga qanday ishlar tartibi kiradi?
2. Portfelni shakllantirishda qanday tamoyillarga rioya qilinadi?
3. Portfel tarkibiga nechta aktiv kirishi maqsadga muvofiq?
4. Portfelni shakllantirishda qanday ko'rsatkichlar hisoblanadi?
5. Portfelni shakllantirishda qanday ishlar bajariladi?

Topshiriqlar

1. Investision portfelni shakllantirish metodikasini amaliy masalada qo'llang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

8.6. Investitsion portfelni baholash va boshqarish asoslari

Ta'kidlash joizki, portfelning baholash, monitoringini o'tkazish, optimallashtirish, umuman olganda boshqarish – professionallar faoliyatidir, yaxshi tuzilgan portfel esa – maxsus tovar bo'lib, to'laligicha (menejer o'zi zimmasiga portfelni boshqarish mehnatini olganida) yoki qisman (portfelda har bir investor uchun ulushlar) sotilishi mumkin. Har qanday tovar tariqasida ma'lum investision xossalarga ega bo'lgan portfel fond bozorida talab qilinishi mumkin.

Har qanday investor o'z portfelini investision strategiyasiga mos ravishda bozor holatiga qarab, qimmatli qog'ozlar bilan ishlashning oltin qoidasiga asosan (8.4-paragrafga qaralsin) 3-5 yilda bir martadan kam bo'lmagan davrda «changini qoqadi» (ya'ni tarkibining ma'lum qismini investision maqsadiga mos ravishda yangilaydi, tarkibini qayta ko'rib chiqadi). Eslatish joizki, haddan tashqari katta (tarkibi 15 turdagi qimmatli qog'ozlardan ortiq bo'lgan, ortiqcha diversifikatsiyalangan) portfelni boshqarishda uning daromadlilik darajasini oshish sur'ati ketadigan harajatlar miqdoridan unchalik ko'p o'smaydi. Bunday harajatlarni 8.5.1-8.5.4-formulalar yordamida baholash mumkin.

Portfelni baholash quyidagi tartibda amalga oshirilishi mumkin.

Bozor narxini (bahosini) aniqlash (*fixing*):

- birja narxlarini (yopilishi bo'yicha);
- birjadan tashqari bozor operatorlarining narxlarini;
- bozor animatorlari (market-meykerlar) yoki brokerlarning

narxlari:

- minimum 5 manbadan;
- oddiy o'rtachalari;
- o'rtacha kvotirlanib vaznlashtirilganlari.

Portfellarni boshqarishda ularni monitoringini o'tkazish katta ahamiyatga ega. Uni o'tkazishning tartibi quyidagilardan iborat:

1. Professional institut (boshqaruvchi) bilan monitoring o'tkazish to'g'risida shartnoma tuzish.

Portfelni aktiv (faol) boshqarish bo'yicha monitoring shartnomasi katta harajatli bo'lib, portfelni boshqaruvchi hisobidan tahliliy

shakllantirib boshqarishni o'z ichiga oladi. Boshqaruvchining komission rag'bat puli miqdori portfeldan olinadigan daromadning ma'lum foizini tashkil etadi. Bunday xizmat turi «*Investment portfolio management treaty*», yoki *portfelni boshqarish to'g'risidagi shartnoma (kontrakt)* deb yuritiladi.

Portfelni passiv boshqarish bo'yicha monitoring shartnomasi o'z ichiga mijoz topshirig'iga asosan va hisobidan portfelni tahliliy shakllantirib boshqarishni oladi. Boshqaruvchi o'z xizmati uchun komission rag'bat pulini mijoz bilan kelishilgan miqdorida oladi. Bunday xizmat turini «*Private banking*», yoki ishonchli boshqarish (trast) deb yuritiladi.

2. Uzlusiz tahlilni quyidagilar bo'yicha amalga oshirish:

- fond bozorini, uning segmentlarini va rivojlanish tendentsiyalarini;

- emitentlarning moliyaviy-iqtisodiy ko'rsatkichlarini;

- qimmatli qog'ozlarning investision sifatlarini.

Monitoringning maqsadi – qabul qilingan portfel turiga mos keluvchi investision xossali qimmatli qog'ozlarni tanlash.

3. Monitoring natijalari va portfel turiga ko'ra boshqarish taktikasini (strategiyasini) tanlash. Samarali taktikani tanlash ko'pdan menejning san'atiga bog'liq.

4. Monitoring to'g'risidagi shartnoma bo'yicha hisobot tayyorlash va monitoring tahlil natijalari bo'yicha takliflar berish.

8.6.1-rasmda monitoring sxemasi keltirilgan bo'lib, unga asosan aktiv va passiv monitoring tarkiblari ko'rsatilgan.

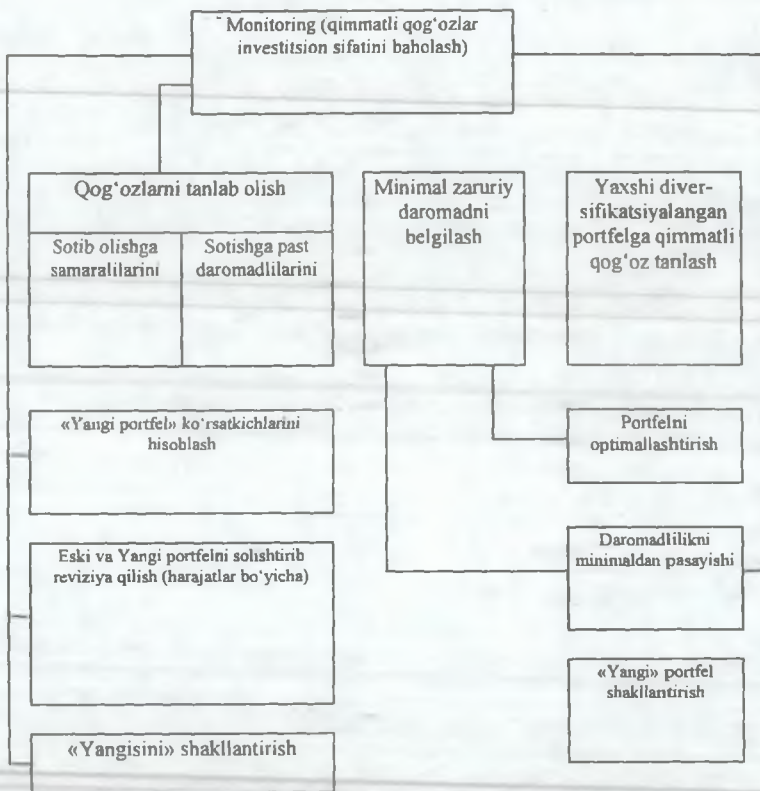
Yuqorida aytilganlardan kelib chiqib quyidagilarni ta'kidlash joiz:

1. Qimmatli qog'ozlardan olinadigan daromadga diversifikasiyalashgan portfelning barqarorlashtiruvchi ta'sirini esdan chiqarmaslik lozim.

2. Portfelni iloji boricha o'z imkoniyatlaringizdan kelib chiqqan holda shakllantiring.

3. Eng samarali (effektiv) portfel ham diversifikatsiyalanmagan riskni hisobga olmaydi. Global iqtisodiy hodisalar rivojini oldinroq bashorat qilishni eplash kerak.

4. Sizni qiziqtirgan qimmatli qog'ozlarni tanlashda *monitoringni* qo'llash lozim. Chunki bu ko'p jihatdan pul mablag'larini investitsiya qilishda muvaffaqiyatni kafolatlaydi.



8.6.1-rasm. Investitsion sifatni baholash

8.4-paragrafda keltirilgan sabablar o'laroq risklarni boshqarishning quyidagi texnikasini qo'llash mumkin:

1. Riskni chetlab o'tish, ya'ni foiz normalariga ta'sirchan instrumentlarni portfel tarkibiga kiritishdan voz kechish. Masalan, *LIBOR* normasigacha indekslangan obligatsiyalarga investitsiya qilish yo'li bilan yoki qisqa muddatli obligatsiyalarga investitsiya qilish orqali.

2. Riskni chegaralash. Instrumentlarning ta'sirchanlik holatini bozor signallariga qarab chegaralash.

3. Riskni o'zganing zimmasiga o'tkazish (sug'urtalash yo'li bilan).

Fond bozorining tez o'zgaruvchanligi va turli omillarga ta'sirchanligi sababli portfelni boshqarishda uni optimallashtirish katta ahamiyatga ega. Portfel tuzilmasini yaxshilash bo'yicha likvidlilik, daromadlilik va risk darajasi o'rtasidagi chegarani topishda optimallashtirish qo'llaniladi. Hozirda portfelni optimallashtirish uchun turli modellar qo'llaniladi, masalan, Markovits, Sharp, Blek-Shouls, ART va boshqalari¹⁰¹.

Optimal portfelni tanlash ketma-ketligi quyidagilar:

1) Portfelni optimallashtirish bo'yicha monitoring to'g'risida shartnoma tuzish.

2) Monitoring o'tkazish.

3) Optimallashtirish modelini tanlash.

4) Portfelni boshqarish bo'yicha qaror qabul qilish maqsadida monitoring natijalari bo'yicha portfel tarkibini optimallashtirish.

5) 8.5.1-8.5.4-formulalar yordamida portfelni qayta ko'rib chiqish («Changini qoqish», kerakli qismini yangilash).

6) Yangilangan portfelni qayta monitoringini o'tkazish va boshqatdan (yangidan) optimallashtirish (portfelni boshqarish bo'yicha navbatdagi qarorni qabul qilish).

7) Monitoring shartnomasi muddatining tugashi bilan hisobot tayyorlab taqdim etish.

Portfelni optimallashtirish va boshqarish bo'yicha qaror qabul qilish turli qimmatli qog'ozlar to'plami bo'yicha parametrlarning talab darajasida samarali operatsiyalar bajarishga olib keladi. Bunda portfel tarkibidagi qimmatli qog'ozlar inflyatsiyaga bog'liq bo'lmagan holda o'zlarining bahosini saqlab qolishi, sezilarli daromad keltirishi lozim.

Agar portfelni boshqarish modelini jarayon sifatida ko'rilsa, unda uni quyidagi sxemada ifodalash mumkin (8.6.2-rasm).

Sxemada beshta tarkibiy qismni ajratib ko'rsatish mumkin:

1. Investitsiya maqsadlari, investorlar moyilligi, ya'ni boshqarish strategiyasining determinantlari (1 va 3 bloklar).

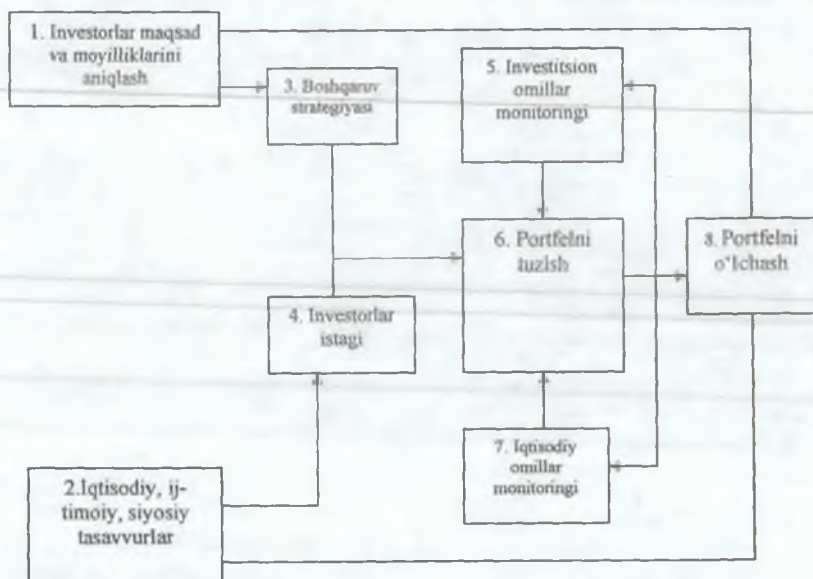
2. Qimmatli qog'ozlarning turli xillari daromadi darajasini tasvirlash (2 va 4 bloklar).

3. Tanlab olingan vositalarni optimal birligini shakllantirish uchun tasvirlar va investitsion maqsadlarni integrasiyalash (blok 6).

4. Portfel tarkibini o'zgarishiga olib keluvchi omillarni doimiy o'rganish va tahlil qilib borish (5 va 7 bloklar).

¹⁰¹ Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ.-М.: Инфра М, 1999 -1028 с.

5. Portfel parametrlarini riskka nisbatan 8.5.1-8.5.4-formulalar yordamida baholash (o'lash).



8.6.2-rasm. Portfelni boshqarish jarayonida qaror qabul qilish modeli

Savollar

1. Portfelni boshqarish deganda nima tushuniladi?
2. Portfelni baholash qanday amalga oshiriladi?
3. Portfel monitoringi qanday amalga oshiriladi?
4. Portfel risklari qanday boshqariladi?
5. Optimal portfel qanday tanlanadi?
6. Portfelni boshqarish sxemasi qanday bo'ladi?

Topshiriqlar

1. Investitsion portfelni boshqarish metodikasini amaliy masalada qo'llang.
2. Portfelni optimallashtirish modellarini o'zlashtiring.
3. Terminlar lug'atini tuzing.

IX bob. MOLIYA BOZORINI MUVOFIQLASHTIRISH VA NAZORAT QILISH ASOSLARI

9.1. Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish kontseptsiyalari

9.1.1. Tartiblashtirish tushunchasi, maqsadi va vazifasi

Umuman olganda, *bozorni tartiblashtirish (muvofiqlashtirish va nazorat qilish) tushunchasi* keng ma'noda bo'lib, bozorning funktsional va operatsion tarkiblarini uyg'unlikdagi faoliyatini, undagi barcha qatnashchilarning bozor tovari bilan bog'liq iqtisodiy-huquqiy, ijtimoiy, siyosiy munosabatlarini tizimli tarzda barqarorlashtirish va samarali rivojlantirish maqsadida vakolatli tashkilotlar tomonidan o'rnatilgan aniq me'yorlar majmuasiga mos tartibli jarayonni anglatadi.

Ushbu umumiy ta'rifdan kelib chiqib, moliya bozorini tartiblashtirish tushunchasi ma'nosini 1.1.5-rasm va 1.2.1-rasmga asosan quyidagicha ifodalash mumkin. *Moliya bozorini tartiblashtirish* – uning funktsional va operatsion tarkiblarini uyg'unlikdagi faoliyatini, undagi barcha ishtirokchilarning moliyaviy instrumentlar bilan bog'liq barcha munosabatlarini tizimli tarzda barqarorlashtirish va samarali rivojlantirish maqsadida davlat tomonidan vakolat berilgan organlar tomonidan o'rnatilgan unga oid me'yorlar majmuasiga mos ravishda muvofiqlashtirish va nazorat qilishning tartibli jarayoni.

Moliya bozorini tartiblashtirish tushunchasiga mos ravishda, *qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish* – uning funktsional va operatsion tarkiblarini uyg'unlikdagi faoliyatini, undagi barcha qatnashchilarning qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq barcha munosabatlarini tizimli tarzda barqarorlashtirish va samarali rivojlantirish maqsadida vakolatli davlat va o'zini o'zi muvofiqlashtiruvchi organlar tomonidan o'rnatilgan unga oid me'yorlar majmuasiga mos ravishda muvofiqlashtirish va nazorat qilishning tartibli jarayoni.

Vakolatli davlat va o'z-o'zini muvofiqlashtirish institutlari ushbu bobning 9.2-paragrafida yoritilgan.

Dunyoning barcha mamlakatlarida davlatning moliyaviy-iqtisodiy siyosatini (investitsiyalarni jalb qilish, modernizatsiyalash va industrial

Strategik nuqtai nazaridan sanab o'tilgan maqsadlarga erishish milliy manfaatlariga qaratilgan bo'lganligi uchun moliya bozorini tartibli rivojlantirish na faqat vakolatli davlat organlarining, balki moliya bozorining boshqa barcha ishtirokchilarini (qatnashchilarini) ham muhim vazifasidir. Shu sababi moliya bozorini davlat tomonidan tartiblashtirishning bosh amaliy maqsadi – milliy bozorga nisbatan barcha qatnashchilarning barqaror va samarali faoliyatini, bunda ko'p jihatdan investorlarning ishonchini ta'minlashdan iboratdir.

Moliya bozorini yuqorida ta'kidlab ko'rsatilgan tartiblashtirish jarayonida davlatning bosh vazifasi – milliy manfaat va milliy g'oya doirasida moliya bozori faoliyatining yuqori samarali mexanizmini yaratish va unga bozorning barcha qatnashchilari tomonidan so'zsiz bevosita rioya qilinishi asosida barqaror rivojlanishini ta'minlashdan iboratdir. Asosiy vazifasi - investorlarning huquqlarini himoyalash va qonuniy manfaatlarini ta'minlash; bozorlarning adolatligi, samaradorligi va shaffofligini qonunchilik bilan belgilangan tartibda, usullarda va shakllarda ta'minlash; risklarni samarali boshqarilishini ta'minlash.

Ta'kidlash joizki, faqat yuqorida keltirilgan moliya bozorining tartiblashtirish milliy (davlat) tizimini maqsad va vazifalari vakolatli davlat organlari va moliya bozori qatnashchilari tomonidan samarali bajarilganidagina moliya bozori o'zining iqtisodiyotdagi vazifalarini, funktsiyalarini va rolini 1.1-paragrafda ko'rsatilgan tarzda ko'ngildagidek to'liq bajara oladi.

Yuqorida aytilganlar bank tizimi uchun Bazal qo'mitasi talablari (Bazal II va Bazal III) va fond bozori uchun esa qimmatli qog'ozlar bo'yicha komissiyalarning Xalqaro tashkiloti (*International Organization of Securities Comissions - IOSCO*) tomonidan 1998 yil sentyabr oyida qabul qilingan «qimmatli qog'ozlar sohasida tartiblashtirish maqsadlari va tamoyillari» nomli bazaviy hujjatida keltirilgan maqsadlar bilan umuman olganda hamohang. Xususan, ushbu hujjat bilan quyidagi o'rnatilgan: «tartiblashtirish obyektlarida kapitallarni shakllanishiga va iqtisodiy o'sishga ko'maklashishi zarur», buning asosida qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirishning uch maqsadi qo'yilgan:

1. Investorlarni himoyalash (manipulyasiya, tovlamachilik va insayderlik hollardan).

2. Bozorlarning adolatliligi, samaradorliligi va shaffofiligi (bozorda qatnashchilar tengligi, informatsiyaga teng va keng ega bo'lish).

3. Tizimli riskni pasaytirish¹⁰².

Moliya bozorini tartiblashtirish tizimi – uzluksiz dinamik rivojlanib boruvchi, faoliyati iqtisodiy-huquqiy mexanizm bilan ta'minlangan, alohida funktsional va institutsional tarkiblarga ega bo'lgan, milliy moliya-kredit tizimi faoliyatini milliy manfaatlar, maqsadlar va qonunlar doirasida me'yorlab tartibli rivojlantiruvchi murakkab majmuaviy tuzilma. Bu tuzilma moliya bozori faoliyatini me'yorlab rivojlantiruvchi murakkab tizim sifatida o'z ichiga bir-biri bilan o'zaro moliya-kredit munosabatlari bo'yicha uzviy bog'langan ko'plab qism va elementlarni oladi. Uning asosiy tarkibiy qismlaridan bo'lib davlat qonunlari va ularning ijrosiga moliya bozorining barcha qatnashchilari tomonidan rioya qilinishini muvofiqashtirib nazorat qilib boruvchi vakolatli institutlar hisoblanadi. Davlat qonunlari bilan moliya bozorida moliyaviy instrumentlar bilan bog'liq barcha operatsiya va munosabatlarni tashkil etilishi va tartibli amalga oshirilishining umumiy konsepsiya va tamoyillari o'rnatiladi.

Davlat qonunlari doirasida moliya bozori rivojlanishi tendentsiyalaridagi joriy davrda va kelajakda turli mumkin bo'lgan o'zgarishlarni oldindan ko'zda tutish qiyinligi sababli, moliya bozorini tartiblashtirish milliy tizimining uzilmas qismlaridan bo'lib tegishli qonun hujjatlari majmuasi hisoblanadi. Bu majmua o'z ichiga moliya bozorini tartiblashtirishga oid quyidagi hujjatlar to'plamini oladi: muassasalararo majburiy bo'lgan me'yoriy hujjatlar (nizomlar, yo'riqnomalar, tartib-qoidalar, standartlar va h.k.), hukumat qarorlari va farmoyishlari va h.k.

Vakolatli tartiblashtiruvchi institutlar qonun va qonun osti hujjatlarini amaliyotga joriy qilib moliya bozori tomonidan ularga rioya qilinishini ta'minlaydi. Bu hujjatlarning ishlashi chog'ida vakolatli institutlarning vazifasi qonunbuzarliklarni aniqlash, profilaktikasini olib borish, o'rnatilgan me'yorlar doirasida tekshiruvlar o'tkazish, ulardan og'ishlarni aniqlab belgilangan tartibda choralar ko'rish.

¹⁰² Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998, Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2006.-148 с., www.mirkin.m

Aytish o'rinliki, har qanday, eng samarali bo'lgan ham milliy tartiblashtirish tizimi joriy va kelajak davrlarda ideal mukammallik darajasi talablariga javob bera olmasligi va mos ravishda tartiblashtirish mexanizmiga joriy o'zgartirish va qo'shimchalar kiritilish holatlari mavjud bo'lganligi sababli, ularni shartli ravishda faqat ma'lum bir vaqt davrida moliya bozori talablariga nisbatan javob beruvchi samarali deb qabul qilish mumkin. Bunday holat tartiblashtirish tizimi institutlariga va moliya bozorining boshqa qatnashchilariga ham ta'sir ko'rsatmasdan qolmaydi.

9.1.2. Moliya bozorini tartiblashtirishning milliy tizimlari tasnifi, shakllari va usullari

Moliya bozorini tartiblashtirishning milliy tizimlari tasnifi va tavsifi bo'yicha turli yondashuvlar mavjud.

Moliya bozori *segmentlari* bo'yicha tartiblashtirish ularda muomalada bo'luvchi moliyaviy instrumentlar bilan bog'liq operatsiya va munosabatlarni muvofiqlashtirish va nazorat qilishga qaratilgan bo'lishi mumkin. Masalan, bank instrumentlari segmentini tartiblashtirish elementi, sug'urta instrumentlari segmentini tartiblashtirish unsuri, qimmatli qog'ozlar bozorini (segmentini) tartiblashtirish elementi, valyuta segmentini tartiblashtirish unsuri. Bu unsurlarning barchasi birgalikda qo'shib, uyg'unlikda bir butun milliy tartiblashtirish tizimini tashkil qiladi.

Faoliyat turlari bo'yicha tartiblashtirish moliya bozorining qatnashchilari operatsiya larini (emissiya, investitsiya, professional moliyaviy institutlar, savdoni tashkillashtirishni) muvofiqlashtirish va nazorat qilish bilan bog'liq bo'lishi mumkin.

Tashkiliy tuzilishi bo'yicha tartiblashtirish ko'p pog'onali murakkab muvofiqlashtirish va nazorat qilish tizimi ko'rinishida bo'lishi mumkin. Masalan, bir-biri bilan bog'liq tartiblashtirishning xalqaro, milliy, mintaqaviy, mintaqalararo va munisipal pog'onalari.

Tartiblashtirish *institutlari* bo'yicha – davlat organlari (Moliya vazirligi va Markaziy bank), vakolatli davlat muassasasi, kvazihukumat tashkiloti, davlat va o'z-o'zini muvofiqlashtiruvchi tashkilotlar bilan birgalikda bo'lgan, alohida makroregulyatordan iborat tizim tomonidan tartiblashtiriluvchi tizimlar.

Tartiblashtirish *usullari* bo'yicha – funktsional, institutsional, administrativ, indikativ, o'zini o'zi tartiblashtirish, makroregulyativ

(9.5-paragrafga qaralsin) va gibrid (aralash) usullariga asoslangan tizimlar.

Tartiblashtirishning milliy tizimini tashkillashtirishda qabul qilingan *yondashuvlari* bo'yicha – hukumat tomonidan to'g'ridan to'g'ri tartiblashtirish (masalan, Irlandiya, Niderlandiya, Portugaliya), moliya va bank tizimlarini regulyatorlari bo'lmish organlar tomonidan tartiblashtirish (masalan, Belgiya, Daniya, Yaponiya, Qozog'iston), maxsus tuzilgan vakolatli davlat tashkiloti tomonidan tartiblashtirish (masalan, AQSh, Buyuk Britaniya, Italiya, Frantsiya, Ispaniya, Rossiya), aralash tizimlar.

Tartiblashtirish *ko'lami* (hajmining kengligi va chuqurligi) bo'yicha – moliyaviy global (xalqaro, meta, planetar), makromoliyaviy va mikromoliyaviy darajada tartiblashtirish.

Tartiblashtirish *indikatorlari* bo'yicha – meta-, mezo-, makro-, mikroindikatorlarning chegaraviy (kritik) miqdorlari (eng past va eng baland) darajalari doirasi ichida (3.1- va 3.2-paragraflarga qaralsin).

Tartiblashtirishning *infratuzilmaviy tarkiblari* bo'yicha – funktsional va institutsional tarkiblarini uyg'unlikda (1.1-, 1.2-, 1.7-paragraflarga qaralsin) tartiblashtirish tizimi.

Tartiblashtirish *funksiyalari* bo'yicha – u yoki bu darajada moliyaviy global (meta), mintaqaviy va hududiy (mezo), makroiqtisodiy, mikroiqtisodiy, qonunchilik, infratuzilmaviy, industrial, texnik (bozorning sifat va miqdoriy parametrlarining optimal darajasini ushlab turish) funktsiyalarga asoslangan tartiblashtirish tizimlari.

Moliya bozoriga *ta'sir ko'rsatish* bo'yicha – umumiyqtisodiy darajadagi bilvosita (kredit-pul, byudjet-soliq, ijtimoiy, valyuta, investitsiya, xususiylashtirish va h.k. siyosatlar negizida) va bevosita (administrativ) ta'sir ko'rsatishga asoslangan tartiblashtirish tizimi.

Manfaatlarni *himoyalaniishi* bo'yicha – davlat manfaatlariga, yirik (strategik) investorlar manfaatiga, minoritar (mayda) investorlar manfaatlariga, balanslashtirilgan aralash manfaatlarga qaratilgan tartiblashtirish tizimlari.

Iqtisodiy tuzum *shakli (modeli)* bo'yicha – ochiq va yopiq iqtisodiyot modellariga asoslangan tartiblashtirish tizimlari.

Tartiblashtirish *tuzilmasining tashkil etilishi* bo'yicha – faqat davlat regulyatorlarining ishtirokiga, davlatning ko'proq va o'zini o'zi tartiblashtiruvchi tashkilotlarning kamroq ishtirokiga, davlatning kamroq va o'zini o'zi tartiblashtiruvchi tashkilotlarning ko'proq ishtirokiga asoslangan tizimlar.

Tartiblashtirish *maqsadlari* bo'yicha – davlat, nodavlat va boshqa turli mulk shaklidagi yuridik shaxslar, jismoniy shaxslar (asosan investorlar) faoliyati (operatsiya lari) va funktsiyalarini moliya bozori qatnashchilari sifatida uyg'unlikda (integrallashgan holda, tarzda) tartiblashtirish tizimi.

Tartiblashtirish *modellari* bo'yicha – mumtoz (anglo-sakson), kontinental (asosan germancha), yaponcha-koreyscha, islomiy (Indonezii, Malayziya, Pokiston va h.k.), aralash modellarga (3.3- va 3.4-paragraflarga qaralsin) asoslangan tartiblashtirish tizimlari.

Qimmatli qog'ozlar bozorida davlat va bozorning boshqa qatnashchilarining manfaatlari makrodarajada ko'pdan bir-birlari bilan mos kelsada, lekin individual hollarda farqlanishi mumkin. Shuning uchun ko'pchilik mamlakatlarda fond bozorini tartiblashtirishda vakolatli davlat organi va o'zini o'zi tartiblashtiruvchi tashkilotlar o'rtasida javobgarlik ajratilib, lekin birgalikdagi tartiblashtirish mexanizmi qo'llaniladi. Bunda davlat baribir ustuvor mavqega ega bo'lib qoladi. Bu mexanizm amaliyotda ko'proq samara berib kelmoqda.

Moliya bozorini davlat tomonidan tartiblashtirish shakllarini ikki katta guruhga ajratish mumkin:

- to'g'ridan to'g'ri yoki administrativ tartiblashtirish;
- bilvosita yoki iqtisodiy tartiblashtirish.

Masalan, qimmatli qog'ozlar bozorining davlat boshqaruvi:

- qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchilari faoliyatiga majburiy talablarni belgilash;

- emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqariluvlarini (avval ro'yxatdan o'tkazilgan chiqariluvlarning parametrlariga qo'shimchalar va o'zgartirishlar), qimmatli qog'ozlar emissiya risolasini ro'yxatdan o'tkazish, hamda emitentlarning ularda nazarda tutilgan shartlar va majburiyatlarga rioya qilishlari ustidan nazoratni amalga oshirish;

- qonun hujjatlariga muvofiq qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi axborot emitentlar va qimmatli qog'ozlar bozori qatnashchilari tomonidan ma'lum qilinishini ta'minlash;

- mutaxassislarni attestasiyalash, professional ishtirokchilar faoliyatini litsenziyalash va nazorat qilish;

- investorlar hamda qimmatli qog'ozlar bozorining boshqa ishtirokchilari bergan shikoyatlarni ko'rib chiqish va qimmatli qog'ozlar bozori ishtirokchilari bajarishi majburiy bo'lgan xulosalar chiqarish, ko'rsatmalar berish;

- qonun hujjatlarida belgilangan tartibda qimmatli qog'ozlar bozorining qatnashchilari faoliyati ustidan nazorat qilish yo'li bilan amalga oshiriladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorini davlat tomonidan tartibga solish qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan amalga oshiriladi.

Moliya bozorini iqtisodiy tartiblashtirish davlat tomonidan quyidagi iqtisodiy richaglar va kapitallar yordamida amalga oshiriladi:

- soliqqa tortish tizimi (soliqlar turi va stavkalari, ular bo'yicha imtiyozlar);

- kredit-pul siyosati;

- davlat kapitallari (davlat byudjetit, byudjetdan tashqari fondlar, moliyaviy resurslar va h.k.);

- davlat mulki va resurslari (davlat kompaniyalari, tabiiy resurslar va yerlar).

Vakolatli davlat tartiblashtirish organlari tomonidan uyg'unlikda tartiblashtirishning funktsional va institutsional usullari amalga oshiriladi.

Institutsional usul moliya institutlarining mavqei va moliyaviy holatini hamda moliyaviy faoliyatini boshqarish sifatini muvofiqlashtiradi. Bunda moliyaviy institutlarga nisbatan iqtisodiy talablar qo'yiladi, aktiv va passivlari tuzilmasi muvofiqlashtiriladi, iqtisodiy nochorlikka olib kelishi mumkin bo'lgan riskli operatsiya larda ishtirok etishi cheklanadi yoki ma'n etiladi.

Institutsional tartiblashtirish usuli banklar va sug'urta tashkilotlari hamda investitsiya institutlari va emitentlar faoliyatini tartiblashtirishning asosi hisoblanadi.

Tartiblashtirishning funktsional usuli moliyaviy instrumentlar bilan bog'liq operatsiya larni sodir etilishi uchun tegishli tartib-qoidalar, standartlar, etika me'yorlarini o'rnatadi. Etika normalarini asosan o'zini o'zi tartiblashtiruvchi tashkilotlar amaliyotga kiritadi.

9.1.3. Moliya bozorlarini tartiblashtirish kontseptsiyalari

Hozirda moliya bozorlarini tartiblashtirish bilan bog'liq bir nechta kontseptsiyalar mavjud bo'lib, ularning yuzaga kelishi sababi bozorlar tarixida bo'lib o'tgan krizislar va ularga ta'sir etuvchi omillar xarakteri bilan belgilanadi (1.1- va 1.4-paragraflarga qaralsin). Boshqacha qilib aytilsa, omillar ta'siri ostida moliya bozorlarida bo'lib o'tgan, hozirda

ba'zi mamlakatlar bozorida u yoki bu darajadagi shakllarda kechayotgan va kelajakda vujudga kelish xavfi mavjud bo'lgan krizislar hamda turli risklar (8.1-8.3-paragraflarga qaralsin) mos ravishda moliya bozorlarini tartiblashtirishga oid ma'lum kontseptsiyalar tizimini va ularning negizida 9.1.4-paragrafchada keltirilgan tamoyillarni obyektiv ilgari surdi. Hozirda moliya bozorlarini tartiblashtirishda muhim ahamiyatga ega bo'lgan ba'zi kontseptsiyalarni keltirish maqsadga muvofiq. Masalan, ularning qatoriga quyidagilarni kiritish mumkin¹⁰³:

1. Investitorlarni himoyalashga asoslangan tartiblashtirish konsepsiya. Unga muvofiq, investorlarning huquqlarini himoyalash va qonuniy manfaatlarini ta'minlash moliya bozori tartiblashtirish tizimining eng muhim, birlamchi, ustuvor vazifasi hisoblanadi. Buning uchun moliya bozorida investorlarning investision faoliyati jarayonidagi haq-huquqlari davlat tomonidan har tomonlama qonuniy kafolatlanishi va ularni bu jarayonga jalb qilinishi, qo'llab-quvvatlanishi va rag'batlantirilishi zarur, ularning investision mavqei boshqa qatnashchilarnikiga qaraganda salmoqli va barcha qatnashchilarga nisbatan talablari ustuvor bo'lishi lozim. Umuman olganda, moliya bozori investorda to'liq himoyalanganlik hisini va faollikka zaruriy shart-sharoitlar yaratilishini ta'minlashi kerak.

2. Mavjud faktlar bo'yicha tekshirishga asoslangan tartiblashtirish konsepsiya. Unga muvofiq, birinchi konsepsiyada keltirilganlarni va investorlarni turli risklardan (8.1-8.3-paragraflarga qaralsin) saqlanishini ta'minlash borasida vakolatli davlat tartiblashtirish organlari tomonidan maxsus qonuniy me'yorlar o'rnatilgan. Investitorlar himoyasi mavjud huquqiy tizimlarda qimmatli qog'ozlarni muomalaga chiqarilishini «mavjud faktlar bo'yicha tekshirish», «moviy osmon qonuni» shaklida namoyon bo'lgan. Aytish joizki, bu tushuncha mazmunan bir hil ma'noni anglatuvchi turlicha shakllarda ifodalanishi mumkin, masalan, «asosiy standartlar to'plami», «diskresion vakolatlar», «emissiyalanuvchi qimmatli qog'ozlar sifatini regulyativ standartlarga mos kelishi». Bunday qonuniy shakllar investorlarni moliyaviy instrumentlarni sotib olish (sotish) bo'yicha har turli risklardan himoyalashga xizmat qiladi.

3. Informatsiyani majburiy ochib berishga, umuman transparentlikka (informatsion shaffoflikka) asoslangan tartiblashtirish

¹⁰³ Ushbu kontseptsiyalarning birinchi to'rttasi to'g'risida kengroq ma'lumot olish uchun quyidagi adabiyotga murojaat qilish mumkin: A.Pot, A.Zaxarov, B.Zlatkis, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка -М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-66.16-36. Qolgan uchta kontseptsiya muallifning tadqiqotlari natijasi.

kontsepsiya. Unga asosan moliya bozorining barcha qatnashchilarining har qanday faoliyati va natijalari oshkora qilinishi zarur.

4. «Keng ishtirokli» kapital bozorining boshqa xarakteristika va talablarini qondirishga asoslangan tartiblashtirish konsepsiyasi. Unga muvofiq, moliya bozori qonunchiligida professionalarning ishonchlilikligi va malakaliligini, bozorni likvidlilikini, qonun va tartiblarni bajarilishi majburiylikni aniq darajada ta'minlanishi lozim.

5. Ekvivalentlilikni ta'minlashga asoslangan tartiblashtirish konsepsiyasi (moliya hozori makroregulyatori nazariyasi¹⁰⁴). Ushbu konsepsiyaning ba'zi asoslari ushbu kitobning I-II boblarida va 4.8-paragrafda keltirilgan.

6. Moliya bozori industriyasi sifatini boshqarishga asoslangan tartiblashtirish konsepsiyasi. Ushbu konsepsiya muallifning moliya bozori industriyasi sifatini boshqarish nazariyasiga asoslanadi¹⁰⁵.

7. Moliyaviy globallashtirish jarayonlari talablari bilan uyg'unlikda tartiblashtirish me'yorlarini unifikatsiyalashtirish va standartlashtirish konsepsiyasi. Ushbu konsepsiyaga muvofiq, barcha mamlakatlar moliya bozorlari tartiblashtirish tizimlari faoliyatida qo'llaniladigan qonuniy-me'yoriy hujjatlar shaklan farqli bo'lsada, mazmunan va parametrlari o'xshash ma'noda bo'lishi tavsiya etiladi. Masalan, Xalqaro o'ttizlik guruhining 20 tavsiyasi, 9.1.4-paragrafchada keltirilgan tamoyillar (qimmatli qog'ozlar bo'yicha komissiyalarning xalqaro tashkilotining 1998 yil sentyabrida chop etilgan «Qimmatli qog'ozlar sohasida tartiblashtirishning maqsad va tamoyillari»).

9.1.4. Moliya bozorlarini tartiblashtirishning xalqaro miqyosda tan olingan institutlari va tamoyillari

Turli mamlakatlarning davlat tartiblashtirish organlarini, moliya bozorlari qatnashchilarining nodavlat notijorat tashkilotlarini va savdo tizimlarini birlashtiruvchi bir qator yirik xalqaro tashkilotlar va uyushmalar tartiblashtirishning jahon amaliyotini eng yaxshi tomonlarini umumlashtirish asosida umumiy talablar, standartlar va takliflar ishlab chiqib, ularni barcha mamlakatlar regulyatorlariga tavsiya etib kelmoqdalar. Bunday xalqaro tashkilotlar qatoriga quyidagilarni kiritish mumkin: qimmatli qog'ozlar bo'yicha komissiyalarning xalqaro

¹⁰⁴ Шохатъамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг // Молия, Т., №1, 2009.-с.82-91; Молия бозорини тартибласhtirish тизimini такомиллаштириш // Жамият ва бошқарув, Т., 2009, №2.-с.23-36; Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqisod-moliya, 2010.-421 с.

¹⁰⁵ Шохатъамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.

tashkiloti; Birjalarning umumjahon federasiyasi; qimmatli qog'ozlar sohasidagi xizmatlar bo'yicha xalqaro assosiasiya; Xalqaro hisob-kitoblar banki; Jahon banki; Xalqaro moliyaviy korporasiya; Xalqaro valyuta fondi; Umumjahon savdo tashkiloti; Evropa banki; Osiyo banki; Iqtisodiy hamkorlik va rivojlantirish tashkiloti (OESR) va h.k.

Asosiy manba bo'lib qimmatli qog'ozlar bo'yicha komissiyalarning xalqaro tashkilotining 1998 yil sentyabrida chop etilgan «Qimmatli qog'ozlar sohasida tartiblashtirishning maqsad va tamoyillari» nomli hujjati hisoblanadi. Ushbu hujjat fond bozorini tartiblashtirishning uch bosh maqsadga, ya'ni: a) investorlar himoyasi, b) adolatni ta'minlash, v) tizimli riskni pasaytirish, bo'ysundirilgan 30 tamoyilini belgilab bergan. Bu tamoyillar xosilaviy moliyaviy instrumentlar bozorini tartiblashtirishga ham tegishli.

Ko'rsatilgan maqsadlarga mos keluvchi tamoyillar quyidagilar¹⁰⁶:

A. Regulyatorga tegishli tamoyillar:

1. Regulyatorning javobgarligi sohasi (darajasi) aniq va obyektiv hamda tasdiqlangan bo'lishi lozim.

2. Regulyator o'z majburiyatlari va vakolatlarini bajarishi bo'yicha hisobotli bo'lganligi bilan birga operasion xolis (bog'liq bo'lmagan) bo'lishi zarur.

3. Regulyator adekvat vakolatlarga, yetarli resurslarga ega bo'lishi va o'z funksiyalari va vakolatlarini bajarishi lozim.

4. Regulyator ochiq, ilgarilagan va qarama-qarshi bo'lmagan regulyativ jarayonni ta'minlashi lozim.

5. Regulyatorning xizmatchilari eng yuqori darajadagi professional standartlar talablariga javob berishi, jumladan konfidentsiallik standartlariga rioya qilishlari lozim.

B. O'z-o'zini tartiblashtirish bo'yicha:

6. Bozorning hajmi va murakkabligi darajasi bilan belgilanuvchi darajada mumkin bo'lgan sohalar ustidan to'g'ridan to'g'ri nazorat funksiyalarini bevosita vakolatli bajarish uchun o'zini o'zi tartiblashtirish tashkilotlarini tartiblashtirish sxemasiga qo'shilishi lozim.

7. O'zini o'zi tartiblashtiruvchi tashkilotlar davlat regulyatorining nazorat obyekti bo'lishi kerak. Bu tashkilotlar ularga berilgan vakolatlar va majburiyatlarni bajarishi chog'ida halollik, adolatlilik va konfidentsiallik (maxfiylik) standartlariga rioya qilishlari lozim.

¹⁰⁶ A. Рот, А. Захаров, Б. Златкис, Я. Миркин, Б. Борн, Р. Бернард, П. Баренбойм, А. Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка - М. Юридический Дом «Юстициформ». 2003 - 66 37-40.

C. Qimmatli qog'ozlar sohasida regulyativ normalarni (me'yorlarni) majburiy bajarilishini ta'minlash tamoyillari:

8. Regulyator inspeksiya qilish, tekshirish va nazorat qilish bo'yicha keng qamrovdagi turli vakolatlarga ega bo'lishi kerak.

9. Regulyator regulyativ normalarni majburiy bajarilishini ta'minlanishi bo'yicha keng qamrovdagi turli vakolatlarga ega bo'lishi lozim.

10. Regulyatorning inspeksiya qilish, tekshirish va nazorat qilish bo'yicha hamda regulyativ normalarni majburiy bajarilishini ta'minlanishi bo'yicha vakolatlarini qo'llashida regulyativ tizim ishonchlilik va samardorlikni ta'minlashi lozim. Bunda moliya bozori industriyasi sifatini boshqarishning kompleks tizimini (eng kam deganda «komplayens», ya'ni bozor qatnashchilari operatsiya larini regulyativ normalarga mosligini tekshirish va solishtirish, dasturlari kiritilishi mumkin) joriy qilish maqsadga muvofiq¹⁰⁷.

D. Tartiblashtirish sohasida hamkorlik tamoyili:

11. Regulyator tartiblashtirishga oid ochiq va yopiq informatsiyani ichki va xorijiy bozorlarda faoliyat yurituvchi o'z kontragentlariga berish vakolatlariga ega bo'lishi lozim.

12. Regulyatorlar informatsiya almashinish mexanizmlarini o'rnatishi lozim. Ushbu mexanizmlar doirasida tartiblashtirishga oid ochiq va yopiq informatsiya bo'yicha ichki va xorijiy bozorlarda faoliyat yurituvchi o'z kontragentlari bilan almashinish vaqti va tartibi belgilangan bo'lishi kerak.

13. Regulyativ tizim xorijiy regulyatorlar bergan so'rovi (talabi) bo'yicha o'z funksiyalarini bajarish va vakolatlarini amalga oshirishlariga ko'maklashish imkoniyatini berishi lozim.

E. Emitentlarga oid tamoyillar:

14. Investitorlar uchun moliyaviy natijalari to'g'risidagi informatsiyani hamda boshqa zaruriy («materialli») bo'lgan informatsiyani to'liq, o'z vaqtida va aniq ochib berilishini ta'minlashi kerak.

15. Emitentlarning o'z qimmatli qog'ozlari egalari bilan muomalasi adolat, halollik va tenglik asosida kechishi lozim.

16. Qo'llaniladigan hisob va audit standartlari xalqaro miqyosda tan olingan va yuqori sifatga ega bo'lishi kerak.

F. Kollektiv investitsiyalarni amalga oshiruvchi sxemalarga oid tamoyillar:

17. Regulyativ tizim kollektiv investitsiyalar bilan shug'ullanuvchi sxemalarni (kompaniyalarni, fondlarni) boshqaruvchilar va bozorda

¹⁰⁷ Muallifning fikri

tarqatuvchilar uchun mo'ljallangan ruxsat berish standartlarini va tartiblashtirish tartib-qoidalarini o'rnatishi lozim.

18. Regulyativ tizim kollektiv investitsiyalar bilan shug'ullanuvchi sxemalarning yuridik shakli va tuzilmasini tartiblashtiruvchi hamda klientlar aktivlarini bo'laklashtirilishi va himoyalaniishi tartib-qoidalarni joriy qilishlari lozim.

19. Tartiblashtirish tizimi emitentlar tomonidan konkret investor uchun zaruriy informatsiyani talab darajasida ochib berilishini nazarda tutishi lozim. Bunday informatsiya investor uchun kollektiv investitsiyalar bilan shug'ullanuvchi sxemalarni qay darajada uning talablariga javob berishini va ishtirok ulushi miqdorini baholashda zarur bo'ladi.

20. Tartiblashtirish tizimi kollektiv investitsiyalar bilan shug'ullanuvchi sxemalar doirasida uning aktivlarini zaruriy va shaffof baholanishini, sxemalardagi ishtirok ulushini baholash va so'ndirilishini (sxema tomonidan qaytarib sotib olinishini) ta'minlashi kerak.

G. Bozor vositachilariga oid tamoyillar:

21. Tartiblashtirish tizimi moliyaviy vositachilarni bozorga ruxsat berilishi uchun minimal standartlarni o'rnatishi lozim.

22. Bozor vositachilari uchun ularning kapitaliga boshlang'ich va joriy davrdagi talablar hamda boshqa prudentsial talablarni o'rnatilishi lozim. Prudentsial talablar o'zlarida vositachilar tomonidan zimmalariga olinuvchi risklar darajasini aks etishi kerak.

23. Bozor vositachilari ichki tashkillashtirish va operatsion harakatlar standartlariga mos ravishda faoliyat yuritishlari lozim. Bu standartlar klientlar manfaatlarini himoyalashga, risklarni kerakli darajada boshqarilishiga qaratilgan bo'ladi. Bunda vositachi menejmenti klientlar manfaatini himoyalashga va risklarni zaruriy boshqarishga bo'lgan bevosita majburiyatlarni zimmasiga oladi.

24. Bozor vositachisi o'z majburiyatlarini tugatganida, mijozlar uchun zarar va yo'qotishlarni minimallashtirish hamda tizimli risklarni chegaralash imkonini beruvchi yo'sinlar mavjud bo'lishi lozim.

H. Ikkilamchi bozorga oid tamoyillar:

25. Savdo tizimlarni, jumladan fond birjalarini, ta'sis etish jarayoni avtorizatsiyalanishi va nazorat qilinishi zarur.

26. Regulyatorning birjalar va savdo tizimlari ustidan uzluksiz joriy nazorati bozorning halolliligi va adolatligini ushlab turilishini ta'minlashi lozim. Bunday sifatlar bozorning turli qatnashchilari

manfaatlari o'rtasidagi zaruriy balansini xosil qiladigan barcha taraflar uchun teng bo'lgan qoidalariga asosan ta'minlanadi.

27. Tartiblashtirish treydingning transparentligini (shaffofligini) ta'minlashi zarur.

28. Tartiblashtirish shunday tashkillashtirilishi zarurki, toki uning yordamida manipulyatsiyalar (ko'zbo'yamachiliklar) va toblamachiliklarni hamda savdo amaliyotining boshqa halol bo'lmagan (nopok) va adolatsiz turlarini aniqlash va oldini olish mumkin bo'lsin.

29. Tartiblashtirish bozorda majburiyatlarni bajarilmasligi va inqiroz holatlar risklarini kerakli darajada boshqarilishini ta'minlanishiga qaratilgan bo'lishi lozim.

30. Qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq bitishuvlar bo'yicha kliring va hisob-kitoblar tizimlari regulyativ nazorat obyekti bo'lishi zarur. Bu tizimlar shunday tashkillashtirilishi zarurki, toki ularda savdo bitishuvlarining halolliligi, adolatligi, samaradorligi va natijaviyligi ta'minlansin.

Savollar

1. Moliya bozorini tartiblashtirishning qanday maqsadlari, vazifalari, tizimlari, shakllari va usullari bor?

2. Moliya bozorini tartiblashtirishning qanday konsepsiyalari bor?

3. Moliya bozorini tartiblashtirishning qanday institutlari va tamoyillarini bilasiz?

Topshiriqlar

1. Moliya bozorini tartiblashtirish konsepsiyalari to'g'risida referativ obzor tayyorlang.

2. Terminlar lug'atini tuzing.

9.2. Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish institutlari va ularning o'zaro bog'liqlikdagi faoliyati

Tartiblashtirish institutlari tizimi

Turli mamlakatlarda moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish uchun bosh va eng asosiy institutlar bo'lib faqat davlat moliya organlari va/yoki hukumat tomonidan vakolat berilgan davlat muassasasi hisoblanadi. Masalan, Germaniya, Avstraliya, Kanada, Yaponiya, AQSh, Belgiya, Frantsiya, Buyuk Britaniya, Italiya va Ispaniyada hukumat organlari yoki qonun bilan nazarda tutilgan

muassasalar. Xususan, Kanadada qimmatli qog'ozlar bozori provintsiyalar organlari tomonidan tartiblashtiriladi, Yaponiyada esa avval Moliya vazirligida bo'lgan, hozirda alohida bo'lgan moliyaviy xizmatlar Agentligi (makroregulyator funksiyasini bajaradi va unga qimmatli qog'ozlar va birja savdolari ustidan nazorat bo'yicha Komissiya bo'ysunadi), AQShda qimmatli qog'ozlar va birjalar bo'yicha Komissiya, Avstraliyada – qimmatli qog'ozlar bo'yicha Komissiya, Belgiyada - bank va moliya Komissiyasi, Frantsiyada – birja operatsiyalari Milliy komissiyasi, Italiyada – aksiyadorlik jamiyatlari va birjalar bo'yicha Milliy komissiya, Ispaniyada – qimmatli qog'ozlar bozori bo'yicha Milliy komissiya, Germaniyada – qimmatli qog'ozlar bo'yicha Komissiya, Rossiyada – molya bozorlari bo'yicha Federal xizmat, Qozog'istonda – Markaziy bank, O'zbekistonda – Davlat mulki Qo'mitasi huzuridagi qimmatli qog'ozlar bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish Markazi va h.k. O'zbekistonda davlat tartiblashtirish Markazining hududiy boshqarmalari bir vaqtning o'zida mahalliy hokimiyatlarga (Davlat mulki Qo'mitasining hududiy boshqarmalari orqali) ham bo'ysunadi (bunda mahalliy hokimiyatlarning ham qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish jarayoniga ma'lum darajada taalluqli ekanidan dalolat berishi mumkin). Kelejakda O'zbekistonning tartiblashtirish modeli o'zgarishi muqarrar.

Boshqa bir mamlakatlarda esa vakolatli maxsus davlat tartiblashtirish organlari bilan birga moliya bozori professional qatnashchilari-ning ixtiyoriy tarzda birlashgan nodavlat notijorat tashkilotlari bo'lgan o'zini o'zi muvofiqlashtiruvchi tashkilotlar (O'O'M) namoyon bo'ladi. Lekin bunday mamlakatlarda O'O'M tashkilotlar moliya bozorida ma'lum bir tartiblashtirish funksiyalarini bajarish uchun vakolatli davlat tartiblashtiruvchi organi tomonidan akkreditatsiyalanib ruxsat beriladi.

Buyuk Britaniyada avval «super-O'O'M tashkiloti» bo'lgan bo'lsa, hozirda Moliya vazirligiga hisobot beruvchi kvazi-hukumat organi (FSA).

AQSh misolida O'O'M tashkilotlar na faqat o'zini o'zi muvofiqlashtiruvchi funksiyalarni, balki bozorni tashkillashtirish funksiyasini ham bajaradi. Xususan, qimmatli qog'ozlar bo'yicha dilerlarning Milliy assotsiatsiyasi O'O'M tashkilot sifatida tuzilgan bo'lib, unga birjadan tashqari bozor va uning elektron savdo tizimlari (masalan, NASDAQ) birlashtirilgan. AQSh fond birjalari esa O'O'M tashkilotlari maqomini olganlar. Bunday model Rossiyada ham qabul qilingan (quyidagi juftliklar misolida: MMVB – NFA, RTS – NAUFOR).

Ko'pchilik rivojlangan va rivojlanayotgan mamlakatlarda O'O'M tashkilotlari qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirishga kiritilmagan. Masalan: Avstraliya, Avstriya, Belgiya, Braziliya, Vengriya, Venesuela, Germaniya, Gonkong, Daniya, Hindiston, Ispaniya, Italiya, Xitoy, Lyuksemburg, Niderlandlar, Tayvan, Turkiya, Finlyandiya, Frantsiya, Chexiya, Shvetsiya, Shveysariya.

Yangi Zelandiya, Polsha, Koreyada faqat birgina O'O'M tashkiloti kiritilgan. AQSh, Kanada, Yaponiya va Norvegiyada esa O'O'M tashkilotlar ko'pchilikni tashkil etadi.

O'z-o'zini muvofiqlashtiruvchi tashkilotlar

O'zbekistonda investorlar, qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchilari va ularning mijozlari manfaatlarini himoya qilish maqsadida nodavlat va notijorat tashkilotlar tarzida qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchilarining birlashmalari (uyushmalari) tashkil etilishi mumkin.

Qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchilari birlashmasi (assosiasiyasi) qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchilari tomonidan uning a'zolarini professional faoliyatlarini amalga oshirish sharoitlarini ta'minlash, uning a'zolari uchun xulq va standartlarni professional etikasining yagona qoidalarini belgilash va unga amal qilish maqsadida qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchilari tomonidan ta'sis etilgan yuridik shaxs hisoblanadi.

Qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchilari birlashmasi (assotsiatsiyasi) qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organiga o'zining ta'sis hujjatlarining nusxalarini taqdim etadi, shuningdek belgilangan muddatda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organiga o'zining faoliyatini amalga oshirishda tasdiqlangan nizom va qoidalarini taqdim etadi.

Birlashma (uyushma)ning barcha daromadlari u tomonidan faqat ustav vazifalarini bajarish uchun sarflanadi hamda qatnashchilar o'rtasida taqsimlanmaydi.

Bunday birlashmalarni (assosiasiyalarni) o'zini o'zi muvofiqlashtirish (O'O'M) tashkilotlari deb yuritiladi.

O'O'M tashkilotlari quyidagi huquqlarga ega:

- qonun hujjatlari asosida va muvofiq o'z qatnashchilarining qimmatli qog'ozlar bozorida faoliyat yuritishning yagona qoidalarini, shuningdek ularning kasbiy etikasi qoidalarini ishlab chiqish;

- qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyatni amalga oshirish uchun maxsus ruxsatnomalar (litsenziyalar) berish mumkinligi to'g'risidagi tavsiyaviy xulosalar berish, qimmatli qog'ozlar bozoriga oid qonun hujjatlari buzilgan hollarda bunday ruxsatnomalarni (litsenziyalarni) amal qilishini to'xtatib turilishi, tugatilishi yoki bekor qilinishi bo'yicha iltimosnomalar kiritish;

- qimmatli qog'ozlar bozorining professional qatnashchilarining mutaxassislarini tayyorlash dasturlarini ishlab chiqish;

- o'z a'zolari o'rtasida nizo va kelishmovchiliklarni hal qilish qoidalarini o'rnatish.

Qimmatli qog'ozlarga oid qonun hujjatlarini O'O'M tashkilotining a'zosi tomonidan buzilishi aniqlansa, u darhol bu haqda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organiga ma'lum qilishi shart.

Investorlar va o'zining a'zolari manfaatlarini himoya qilish maqsadida O'O'M tashkiloti davlat boji to'lamasdan sudga da'volar bilan murojaat qilishi mumkin.

Jahon tajribasidan ma'lumki¹⁰⁸, O'O'M tashkilotlari o'zlarining samarali regulyator ekanligini tasdiqladi.

Fond birjasi o'z-o'zini muvofiqlashtiruvchi tashkilot sifatida

Fond birjalari tarixidan ma'lumki, ularni paydo bo'lishi va faoliyat yuritishi ilk bor o'zini o'zi muvofiqlashtirish mexanizmini keltirib chiqargan va hozirgacha ko'pchilik dunyoning yirik fond birjalari O'O'M tashkilotlari maqomiga ega bo'lib tartiblashtirish funktsiyasini bajaradi. Bularning mumtoz namoyondasi bo'lib Nyu York va London fond birjalari hisoblanadi (7.2-paragrafga qaralsin).

Tartiblashtirish institutlarining o'zaro bog'liqlikdagi faoliyati

Umuman olganda, qaysi mamlakatda ham davlat, ham O'O'M tashkilotlar tartiblashtirish tizimini tashkil etsa, bu institutlar moliya bozorida bir-birlari bilan demokratik tamoyil asosida uzviy bog'liqlikda bozorni samarali muvofiqlashtiradi va nazorat qiladi. Bu institutlarning o'zaro bog'liqligi quyidagilarda namoyon bo'ladi:

- milliy bozor ikkala institut uchun ham bir butun bo'lganligi va undagi ularning manfaatlarini davlat (xalq, jamoatchilik) manfaatlaridan kelib chiqadi;

- moliya bozori alohida yuqori darajada tashkillashgan murakkab iqtisodiy-huquqiy munosabatlar tizimi bo'lganligi va unda turli xil

¹⁰⁸ A. Рот, А. Захаров, Б. Златюк, Я. Миркин, Б. Борн, Р. Бернанд, П. Баренбойм, А. Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка. -М.: Юридический Дом «Юстициформ», 2003.-66.240-259.

qatnashchilar va davlatning o'zaro manfaatlari ba'zan konflikt hollarda bir-biriga mos kelavermasligi sababli davlat va professional qatnashchilar manfaatlarining optimal balansini samarali ta'minlash zarurligi;

- moliya bozori turli omillarga ta'sirchan bo'lganligi sababli inqirozlar vujudga kelishi va bu krizislardan chiqish uchun ham davlatning, ham bozorning boshqa qatnashchilarining kuchlarini operativ safarbar qilish zarurligi;

- moliya bozori faoliyat mexanizmi faqat uning barcha qatnashchilari tomonidan uyg'unlikda harakatga keltirilishi mumkinligi;

- moliya bozoriga oid ishlab chiqilgan qonun hujjatlari loyihalarini bozor professionallari, emitentlar va investorlar o'rtasida muhokama qilib amaliyotga kiritish maqsadga muvofiqligi;

- moliya bozorini faqat davlat tomonidan tartiblashtirish bilan bog'liq sarf-harajatlarning kattaligi va h.k.

Eslatish joizki, vakolatli davlat organi va O'O'M tashkilotlarning birgalikdagi faoliyatida davlatning roli ustuvor hisoblanib, davlat o'zining faqat ma'lum bir davlat siyosatiga tegishli bo'lmagan tartiblashtirish funksiyalarinigina O'O'M tashkilotlariga berishi mumkin.

Davlatning makroiqtisodiy siyosati tuzilmasida moliya bozorini tartiblashtirish institutlari

Investorlar uchun soliq rag'batlari va imtiyozlari tizimi

Jahon amaliyotida investorlarni soliq imtiyozlari orqali rag'batlantirish usullarining sinalgan tizimi (quyidagi jadvalga qaralsin¹⁰⁹) mavjud.

Aksiyalarga investitsiyalarni rag'batlantirish usullari	Ushbu usullar qo'llaniladigan mamlakatlar
<i>Yuridik shaxs bo'lgan rezidentlar</i>	
Boshqa rezident shaxslardan olingan dividendlarni soliqdan to'liq va so'zsiz ozod etish	Industrial davlatlar: Avstraliya, Avstriya, Buyuk Britaniya, Norvegiya. Rivojlanayotgan davlatlar: Argentina, Braziliya, Venesuela, Gonkong, Gretsiya, Hindiston, Indoneziya, Meksika, Chili, JAR.
Boshqa rezident shaxslardan olingan dividendlarni soliqdan	Industrial davlatlar: Daniya, Lyuksemburg, Niderlandiya,

¹⁰⁹ A.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Беренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка -М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.- 66.497-500.

<p>ozod etish, agarda soliq to'lovchi o'rnatilgan ma'lum vaqt mobaynida belgilangan ulushga emitent kapitalida ega bo'lsa</p>	<p>Shveysariya, Shvetsiya, Yaponiya. Portugaliyada – dividend summasi emitentga reinvestitsiya qilinsa soliqdan ozod etiladi. Rivojlanayotgan davlatlar: Tayvan, Polsha (Portugaliyaga o'xshash).</p>
<p>Dividendlar bo'yicha pasaytirilgan soliq stavkalarini qo'llash. Soliqqa tortish bazasiga olinadigan dividendlar bo'yicha soliq stavkasining bir qismini kiritish. To'lanadigan dividendlar bo'yicha soliq stavkasi miqdori doirasida soliq kreditlarini berish</p>	<p>Industrial davlatlar: Belgiya, Irlandiya, Italiya, Finlyandiya.</p>
<p>Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani soliqdan to'liq ozod qilish</p>	<p>Industrial davlatlar: Belgiya. Rivojlanayotgan davlatlar: Meksika, Malayziya, Panama, Singapur, Tayvan.</p>
<p>Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani soliqdan to'liq ozod qilish, agarda soliq to'lovchi o'rnatilgan ma'lum vaqt muddatidan kam bo'lmagan davrda belgilangan ulushga emitent kapitalida ega bo'lsa</p>	<p>Industrial davlatlar: Avstriya, Daniya, Lyuksemburg, Niderlanlar, Shveysariya. Rivojlanayotgan davlatlar: Gonkong, Panama (faqat listinga kirgan aksiyalar bo'yicha), JAR (agar foyda kompaniya oborotida qoldirilsa).</p>
<p>Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani soliqqa pasaytirilgan stavkalarda tortish (yoki bu soliqni boshqa turdagi pasaytirilgan stavkali soliq bilan almashtirish)</p>	<p>Industrial davlatlar: Kanada, Frantsiya (Qisqa va uzoq muddatli investitsiyalar bo'yicha foydalarni alohida soliqqa tortish), Ispaniya. Rivojlanayotgan davlatlar: Braziliya, Venesuela, Gresiya, Hindiston, Indoneziya (faqat birja listingiga kirgan aksiyalar bo'yicha).</p>
<p>Qimmatli qog'ozlar bo'yicha salbiy (yoki ijobiy) kurs tafovuti</p>	<p>Industrial davlatlar: Avstraliya, Avstriya, Daniya, Italiya (bir</p>

ko'rinishidagi foyda summasini soliqqa tortish chog'ida to'liq yoki qisman hisob-kitob qilish. Salbiy tafovutlarni soliqqa tortishda hisob-kitob qilish maqsadida bir necha yil oldinga o'tkazish, agar salbiy tafovutlar summasini foydadan ayirish ro'xsat etilgan bo'lsa.	necha yil oldinga o'tkazish), Frantsiya. Rivojlanayotgan davlatlar: Argentina.
<i>Yuridik shaxs bo'lgan norezidentlar</i>	
Boshqa rezident shaxslardan olingan dividendlarni soliqdan ozod etish. Dividendlar bo'yicha pasaytirilgan soliq stavkalarini qo'llash.	Argentina, Gonkong, Frantsiya (agar, dividendlar Frantsiya iqtisodiyotiga reinvestitsiyalansa).
Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani soliqdan to'liq ozod qilish. Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani soliqqa pasaytirilgan stavka-larda tortish.	Argentina va Avstriya (agar norezidentga 5 yil davomida aksiyadorlik kapitalining kamida 10 foizi tegishli bo'lsa), Gonkong, Gretsiya va Hindiston (agar norezident 3 yildan kam bo'lmagan muddatda aksiyador bo'lsa).
<i>Jismoniy shaxs bo'lgan rezidentlar</i>	
Yuridik shaxslardan olingan dividendlarni soliqdan, daromad solig'idan to'liq va so'zsiz ozod etish	Rivojlanayotgan davlatlar: Argentina (faqat rezidentlardan olingan dividendlar), Braziliya, Venesuela, Meksika.
Dividenlarni soliqqa tortishda daromad solig'ini pasaytirilgan stavkalari (yoki daromad solig'ini boshqa pasaytirilgan stavkadagi soliq bilan almashtirish). Dividendlar bo'yicha daromad solig'i stavkasi miqdori doirasida soliq kreditlarini berish.	Industrial davlatlar: Daniya, Norvegiya, Shvesiya. Rivojlanayotgan davlatlar: Panama, Polsha, JAR, Kanada, Tayvan.
Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi	Industrial davlatlar: Shveysariya. Rivojlanayotgan davlatlar: Xitoy,

foydani daromad solig'idan to'liq ozod qilish.	Malayziya, Singapur.
Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani ma'lum sharoitlarda daromad solig'idan to'liq ozod qilish.	Industrial davlatlar: Niderlandiya (agar aksiyalar portfel investitsiyalar sifatida sotilsa va ular bilan bog'liq bitishuvlar biznesni sotishga kirmasa). Rivojlanayotgan davlatlar: Gretsiya (agar aksiyalar birja listingida bo'lsa), Panama (listingga kirgan aksiyalar), Turkiya (pul limiti doirasida), JAR (agar uzoq muddatli investitsiyalar sotilsa va operatsiya kapital xarakteriga ega bo'lsa).
Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani pasaytirilgan soliq stavkasini qo'llash (yoki daromad solig'ini boshqa pasaytirilgan stavkadagi soliq bilan almashtirish).	Industrial davlatlar: Germaniya, Portugaliya, Shvetsiya, Yaponiya, Kanada (jumladan, kichik biznes aksiyalariga investitsiyalarni rag'batlantirish). Rivojlanayotgan davlatlar: Braziliya.
Daromad solig'ining pasaytirilgan stavkalarini qo'llash, agarda soliq to'lovchi o'rnatilgan ma'lum vaqt mobaynidan kam bo'lmagan davrda va (yoki) belgilangan ulushga emitent kapitalida ega bo'lsa. Qimmatli qog'ozlar bo'yicha ijobiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani pasaytirilgan soliq stavkasini qo'llash (belgilanagn shartlarga rioya qilinsa).	Industrial davlatlar: Avstriya, Gretsiya (agar aksiyalar birja listingiga kirmagan bo'lsa), Niderlandiya (agar aksiyalar portfel investitsiyalar sifatida sotilsa va ular bilan bog'liq bitishuvlar biznesni sotishga kirmasa).
Qimmatli qog'ozlar bo'yicha salbiy kurs tafovuti ko'rinishidagi foydani kamayishidagi summasini daromad solig'iga tortish chog'ida to'liq yoki qisman hisob-kitob qilish.	Kanada, Shvetsiya.

<p>Pay fondlari ulushlari va aksiyalarini birlamchi joylash-tirish chog'ida yo'naltirilgan investitsiyalar summasini daromad solig'i bo'yicha soliq bazasidan chiqarish.</p> <p>Aksiyalarni sotishdan olingan daromadlarni soliq bazasidan chiqarish, agar bu aksiyalar belgilangan muddatdan kam bo'lmagan vaqtda mulk sifatida qolgan bo'lsa.</p>	<p>Rivojlanayotgan davlatlar: Meksika, Hindiston, Chili, Chexiya.</p>
<p>Maxsus investision rejalarni amalga oshirish maqsadida jismoniy shaxslarga soliq imtiyozlarini berish.</p>	<p>Buyuk Britaniya.</p>
<p>Davlat uchun ustuvor maqsadlarda chiqariladigan soliq imtiyozlarini beruvchi aksiyalarni chiqarish (Belgiya). Aksiyalar sotib olish uchun olingan kredit bo'yicha foizlarni dividendlardan chegirish.</p>	<p>Belgiya, Yaponiya.</p>
<p>Dividendlarni soliqqa tortishda daromad solig'ini pasaytirilgan stavkalarini qo'llash (hozirda 10%).</p> <p>Dividendlar emitentga reinvestitsiyalansa soliqdan ozod qilish (toki, bu aksiyalar sotilgunicha, agarda sotilsa, daromad solig'iga tortiladi).</p>	<p>O'zbekiston (2006 yilning sentyabrigacha soliq stavkasi 15% bo'lgan, xususiylashtirilgan kompaniyalar aksiyalari bo'yicha dividendlar soliqdan vaqtinchalik ozod qilingan). Hozirda dividend solig'i barchaga 10%</p>

Aksiyadorlik kapitalida personal ulushini kengashirilishining soliq rag'batlari

XX asrning 70-yillaridan boshlab industrial mamlakatlarda kompaniyalar mulki tuzilmasida yirik mulkdorlar kapitalizmidan «Aksiyadorlarning keng qatlami ishtiroki» kapitalizmi modeliga o'tish odat tusini oldi. Bu modelga ko'ra investorlarning keng qatlamini jalb qilish uchun ularga ma'lum darajada soliq imtiyozlari sifatida rag'batlar

(oldingi jadvalga qaralsin) va kompensatsiyalar berish usullari keng tarqaldi. Aksiyadorlik kapitalida personal ishtirokini kengaytirish uchun yo'naltirilgan kompensatsiyalar rejalari (planlari) turlari quyidagi jadvalda keltirilgan.

<i>Menejmentga yo'naltirilgan kompensatsiya rejalari</i>		<i>Mehnat jamoasiga yo'naltirilgan kompensatsiya rejalari</i>	
<i>Stock bonus plan</i> – kompaniya yoki xususan menejer tomondan ma'lum natijalarga erishilsa, kompaniya menejmenti uning aksiyalariga ega bo'ladi. Kompaniyani sifatli boshqarish evaziga aksiyalar kursi ko'tarilsa, menejerning aksiya shaklidagi mulkini oshishiga olib keladi.	<i>Stock option plan</i> – menejment rag'bat uchun kompaniya aksiyalarini sotib olish uchun opsionga ega bo'ladi (oldindan belgilangan narxda). Agar bozorda aksiyalar kursi opsiondagi narxidan oshib ketsa, menejer opsiyon huquqini va o'ziga tegishli aksiyalarini sotib yuborish evaziga qo'shimcha foyda ko'rish imkoniga ega bo'ladi.	<i>Employee Stock Purchase Plans</i> – personalning kompaniya aksiyalariga egaligini shakllantirish rejasi. Unga ko'ra, kompaniya ishchilari oddiy aksiyalar sotib olish uchun opsionga ega bo'ladilar. Opsiyon bo'yicha aksiyalar to'lovi ish haqidan chegirib qolinadi. Bunda aksiyalar bozor narxidan 15% pastroq narxlarda sotiladi. AQSh tajribasida bunday holalarda soliq imtiyozlari ham beriladi.	<i>Employee Stock Ownership Plan (ESOP)</i> – personalning kompaniya aksiyalariga egaligini kompaniya ichida maxsus moliyaviy fond tuzish asosida shakllantirish rejasi. AQSh tajribasida bu reja kompaniya ichida tuziladigan soliq imtiyozini beruvchi pensiya ta'minotining bir turi sifatida ko'riladi. Kompaniya har yili ESOP-ga bo'nak pul ajratmalarini kiritib boradi. Bu mablag'lar kompaniya aksiyalariga yo'naltirib

			<p>boriladi. Ishchining kompaniyadan ketishi chog'ida amalga oshiriladigan to'lovlar</p> <p>ESOPga jalb qilingan pul mablag'lari miqdoriga va kompaniya aksiyalarining bozor kursiga bog'liq. Kompaniya (ESOPga bo'nak ajratmalari summasi), o'z aksiyalarini ESOPga sotuvchi aksiyador ishchilar (kapitalni ortishidan paydo bo'lgan foyda summasi) va ESOP orqali aksiyalarni sotib oluvchi ishchilar soliq imtiyozlariga ega bo'ladilar.</p>
		<p>401 (k) rejasini. Bu reja soliq hisoblanguncha daromad (ish haqi) summasini bir qismini ushbu reja yo'naltirish evaziga shakllantiriladi. Kompaniya bu reja bo'yicha jamlangan mablag'larni boshqaradi. Davlat</p>	

	<p>tomnidan rejaga yo' naltiriladigan yillik ish haqidan ajratmalarni 10 ming dollardan ko'p bo'lmagan miqdor doirasida cheklaydi. Bunda kompaniya o'z hisobidan amalga oshiradigan ajratmalari miqdori ishchilar ish haqlari bilan bog'langan bo'ladi. 401 (k) rejasidan bir qism mablag'lar qonun bo'yicha kompaniya aksiyalarini sotib olishga yo' naltiriladi.</p>
--	--

Qimmatli qog'ozlar bozorini antikrizis (antiinqiroziy) tartiblashtirish

Ma'lumki, qimmatli qog'ozlar bozori turli omillarga (1.1- va 1.4-paragraflarga qaralsin) va tizimli risklarga (8.1-8.4-paragraflarga qaralsin) o'ta ta'sirchan bo'lganligi sababli, unda turli xil noma'qul krizis hodisalarni vujudga kelganligini kuzatish mumkin. Krizislar (inqirozlar) natijasini tahlili shuni ko'rsatadiki, bunday hollarda milliy regulyatorlarning harakatlari bir-birlari bilan bog'liq bo'lmagan, har bir davlat regulyatori o'z mamlakati manfaatlari va xavfsizligi doirasida antikrizis siyosatlarini yuritganlar (bunday siyosatlarni tegishli mavjud adabiyotlardan mustaqil ravishda o'rganish tavsiya etiladi), natijada industrial davlatlar bozorlaridagi krizislar rivojlanayotgan mamlakatlar bozorlariga o'tib borgan va ularni qiyin ahvolga tushirib qo'ygan. Inqirozlar va tizimli risklar oqibatlarini birgalikda yumshatish yoki hech bo'lmasa oldindan sezish (bashorat qilish) zarurligi hozirda barcha mamlakatlar regulyatorlarining (komissiyalarining) IOSCO xalqaro tashkiloti ahamiyatini borgan sari oshirib bormoqda. Lekin bunga qaramasdan, hozirda moliya bozorlarini tartiblashtirishning davlat tizimida valyuta va universal birjalar muhim instrument bo'lib xizmat qilmoqda.

Savollar

1. Moliya bozorini tartiblashtirish institutlari tizimi deganda nima tushuniladi?
2. O'zini o'zi muvofiqlashtirish tashkilotlari mazmuni nimada?

3. Moliya bozorini tartiblashtirish institutlari nima uchun o'zaro bog'liq?

4. Moliya bozorini makroiqtisodiy darajada nima uchun va qanday tartiblashtiriladi?

Topshiriqlar

1. Moliya bozorini tartiblashtirish institutlari faoliyati to'g'risida elektron prezentasiya tayyorlang.

2. Terminlar lug'atini tuzing.

9.3. Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish modellari

Jahon amaliyotida moliya bozorlarining mavjud regulyativ modellarini 1.1-1.3-, 1.7-, 2.1-, 2.2-, 3.3-, 3.4-, 9.1-, 9.2-, 9.4-, 9.5-paragraflarda hamda V-VII va X boblarda keltirilganlar negizida infratuzilmaviy (funktsional va tuzilmaviy tarkiblari) mezonlariga (kriteriyalariga) asosan quyidagicha ajratish mumkin.

1. Moliya bozori infratuzilmasini faqat davlat organlari tomonidan tartiblashtirish modeli. Unga asosan moliya bozorining har bir segmenti (bank kapitali, pul va valyuta, sug'urta, fond bozorlari) regulyativ infratuzilmasini mos ravishda davlat organlari muvofiqlashtiradi va nazorat qiladi. Masalan: Avstraliya, Avstriya, Belgiya, Braziliya, Vengriya, Venesuela, Germaniya, Gonkong, Daniya, Hindiston, Ispaniya, Italiya, Xitoy, Lyuksemburg, Niderlandiya, Tayvan, Turkiya, Finlyandiya, Fransiya, Chexiya, Shvetsiya, Shveytsariya. Misol tariqasida hozirda (1996 yildan beri) O'zbekistonda ham keltirish mumkin, ya'ni milliy moliya bozorining bank kapitali, pul va valyuta bozorlarini Markaziy bank va Moliya vazirligi, sug'urta bozorini O'zdvassug'urtanazorat, korporativ qimmatli qog'ozlar bozorini Davlat mulki Qo'mitasi qoshidagi qimmatli qog'ozlar bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish Markazi (quyida uni qisqacha Markaz deb nomlaymiz), davlat qimmatli qog'ozlar bozorini Moliya vazirligi va Markaziy bank tartiblashtiradi. Bu institutlarni har biri alohida organ sifatida barchasi milliy moliya bozorining bir butun davlat tartiblashtirish tizimini tashkil qiladi.

2. Moliya bozori infratuzilmasini davlat organlari, vakolatli muassasalar va o'zini o'zi muvofiqlashtiruvchi (O'O'M) tashkilotlar tomonidan tartiblashtirish modeli. Unga asosan moliya bozori infratuzilmasi ushbu modelning tarkibiga kiruvchi organ, muassasa va

tashkilotlar tomonidan uyg'unlikda muvofiqlashtiriladi va nazorat qilinadi. Masalan: AQSh misolida O'O'M tashkilotlar na faqat o'zini o'zi muvofiqlashtiruvchi funksiyalarni, balki bozorni tashkillashtirish funksiyasini ham bajaradi. Xususan, qimmatli qog'ozlar bo'yicha dilerlarning Milliy assosiasiyasi O'O'M tashkilot sifatida tuzilgan bo'lib, unga birjadan tashqari bozor va uning elektron savdo tizimlari (masalan, NASDAQ) birlashtirilgan. AQSh fond birjalari esa O'O'M tashkilotlari maqomini olganlar. Bunday model Rossiyada ham qabul qilingan (quyidagi juftliklar misolida: MMVB – NFA, RTS – NAUFOR). Yangi Zelandiya, Polsha, Koreyada faqat birgina O'O'M tashkiloti kiritilgan. AQSh, Kanada, Yaponiya va Norvegiyada esa O'O'M tashkilotlar ko'pchilikni tashkil etadi. O'zbekistonda yangi qabul qilingan «Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risidagi» qonun (2007 yil) bilan milliy tartiblashtirish tizimiga O'O'M tashkilotlar ham kiritilmoqda.

3. Moliya bozori infratuzilmasini vakolatli kvazi-hukumat umummilliy organ (makroregulyator) tomonidan tartiblashtirish modeli. Masalan, Buyuk Britaniyada avval «super-O'O'M tashkiloti» bo'lgan bo'lsa, hozirda Moliya vazirligiga hisobot beruvchi kvazi-hukumat organi (FSA) moliya bozori makroregulyatori funksiyasini bajaradi. Bu mamlakatdan boshqa yana bir qator davlatlarda ham makroregulyator qabul qilingan (9.5-paragrafga qaralsin). Jahon amaliyotida mavjud makroregulyatorlarni shartli ravishda ikki katta guruhga ajratish mumkin:

- faqat (yoki ko'proq) nazorat funksiyalarini bajaruvchi makroregulyatorlar (masalan, bundaylari Yaponiyada 1998 yildan, Janubiy Koreyada 1998 yildan, Vengriyada 1996 yildan, Daniyada 1988 yildan, Norvegiyada 1986 yildan, Shvetsiyada 1991 yildan, Finlyandiya 1991 yildan, Janubiy Afrika Respublikasida 1990 yilda tuzilgan);

- ham nazorat, ham me'yorlashtiruvchi (tartib-qoidalarni o'rnatuvchi) funktsiyalarni bir vaqtning o'zida amalga oshiruvchi makroregulyatorlar (masalan, bundaylari Buyuk Britaniyada 1997 yilda, Avstraliyada 1998 yilda, Kanadada 1987 yilda, Singapurda 1998 yilda, Shveysariyada 1997 yilda tuzilgan).

Ko'rsatib o'tilgan barcha mamlakatlarda bunday organ (makroregulyator) moliya bozorini o'zaro uyg'unlikda, bog'liqlikda va mutanosiblikda tartiblashtiradi. Bunda ushbu davlatlar makroregulyatorni o'zlarida joriy qilish chog'ida uning ijobiy

oqibatlaridan, mavjud va zaruriy resurslarda, milliy moliya bozorining bunday makroregulyatorga tayyorligi darajasidan kelib chiqqanlar. O'z vaqtida ba'zi davlatlar makroregulyator kontseptsiyasiga skeptik qaraganlar. Ammo, hozirga kelib makroregulyator kontseptsiyasi o'zining hayotiyligini samaraliyligi bilan isbotladi. Natijada, oxirgi yillarda dunyoning yirik davlatlaridan bo'lmish Rossiya ham makroregulyator kontseptsiyasini o'zlarida qo'llashni ma'qul topmoqda.

Tartiblashtirish tizimlarini yana quyidagi belgilar bilan ham tasniflash mumkin:

Pog'onalariga ko'ra tartiblashtirish global ko'p (5) pog'onali (bir-biri bilan bog'liq tartiblashtirishning xalqaro, milliy, regionlararo, regional va munisipal pog'onalari) va milliy ko'p pog'onali (federal, regional, munisipal pog'onalar) muvofiqlashtirish va nazorat qilish modeli ko'rinishida bo'lishi mumkin.

Tartiblashtirish *usullari* bo'yicha – administrativ, indikativ (makroiqtisodiy), makroregulyatorli (9.5-paragrafga qaralsin) va gibril (aralash) usullariga asoslangan modellar. Bu modellarda moliya bozoriga umumiqtisodiy darajadagi bilvosita (kredit-pul, byudjet-soliq, ijtimoiy, valyuta, xususiylashtirish va h.k. siyosatlar negizida) va bevosita (administrativ) ta'sir ko'rsatishga asoslangan bo'lishi mumkin.

Tartiblashtirishning milliy tizimini tashkillashtirishda qabul qilingan *yondashuvlari* bo'yicha – hukumat tomonidan to'g'ridan to'g'ri tartiblashtirish (masalan, Irlandiya, Niderlandiya, Portugaliya), moliya va bank tizimlarini regulyatorlari bo'lmish organlar tomonidan tartiblashtirish (masalan, Belgiya, Daniya, Yaponiya, Qozog'iston), maxsus tuzilgan vakolatli davlat tashkiloti tomonidan tartiblashtirish (masalan, AQSh, Buyuk Britaniya, Italiya, Frantsiya, Ispaniya va h.k.), vakolatli davlat organlari va O'O'M tashkilotlari bilan birgalikda tartiblashtirish modellari.

Manfaatlarni *himoyalaniishi* bo'yicha – davlat manfaatlariga (Pokiston, Eron), yirik (strategik) investorlar manfaatiga (Germaniya, Frantsiya, Belgiya va h.k.), minoritar (mayda) investorlar manfaatlariga (anglo-sakson), aralash manfaatlarga qaratilgan tartiblashtirish modellari.

Iqtisodiy tuzum *shakli* bo'yicha – ochiq (barcha industrial hamda ko'pchilik rivojlanayotgan mamlakatlar) va yopiq (Eron, Pokiston va shu kabi yopiq ravishda rivojlanayotgan davlatlar) iqtisodiyot modellariga asoslangan tartiblashtirish modellari.

Moliya bozori *modellari* bo'yicha – mumtoz (anglo-sakson), kontinental (asosan germancha), yaponcha-koreyscha, islomiy (Indoneziya, Malayziya, Pokiston va h.k.), aralash modellarga (3.3- va 3.4-paragraflarga qaralsin) asoslangan tartiblashtirish modellari.

Jahon amaliyotidagi moliya bozorlarini tartiblashtirish modellari samaradorligini 1-, 2- va 3-ilovalarda keltirilgan natijaviy analitik ma'lumotlardan ko'rish mumkin. Aytish mumkinki, ushbu ma'lumotlar asosida turli mamlakatlarda qabul qilingan tartiblashtirish modeli faoiyati sifatiga baho berish mumkin.

Savollar

1. Moliya bozorini tartiblashtirish modellarini infratuzilmaviy mezonlar asosida qandaylarga ajratiladi?
2. Makroregulyator nima va uning qanday turlari bor?
3. Moliya bozorini tartiblashtirish tizimlari qaysi belgilar bo'yicha tasniflanadi?

Topshiriqlar

1. Moliya bozorini tartiblashtirish modellari to'g'risida referativ obzor tayyorlang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

9.4. Qimmatli qog'ozlar bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilishning jahon amaliyoti

Qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirishning jahon amaliyoti fond bozorini muvofiqlashtirish va fond qonunchiligi ijrosini nazorat qilinishi tizimi bo'yicha tashkillashtirish modellarining turlicligini ko'rsatadi (9.1- va 9.3-paragraflarga qaralsin). Jahon amaliyotida eng ko'zga ko'ringan ba'zi regulyatorlarni ko'rish bilan chegaralanamiz, chunki boshqa ko'pchiligi ularning u yoki bu jihatlari o'z ichiga olgan.

Amerika Qo'shma Shtatlari qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish tajribasi.

Jahon amaliyotida mumtoz hisoblangan AQSh modeli hozirda boshqa mamlakatlardagi tartiblashtirish tizimi modellariga qaraganda nisbatan samaralilaridan bo'lib kelmoqda.

AQSh modeliga ko'ra, «Qimmatli qog'ozlar muomalasi to'g'risidagi» qonunga binoan 1934 yilda tuzilgan «Qimmatli qog'ozlar va birjalar bo'yicha Komissiya» (quyida qisqacha Komissiya deb yuritimiz) fond bozorining bosh regulyatori hisoblanadi. Komissiya bir

vaqtning o'zida ham nazorat va ham qonuniy tartib-qoidalarni o'rnatuvchi davlat organi funktsiyasini bajaradi.

Bundan tashqari Komissiya federal sudlarni maslahatchisi hamdir.

Komissiya har yili Kongressga qimmatli qog'ozlarga oid qonunlarni bajarilishi to'g'risida hisobotiy ma'ruza taqdim etadi.

Komissiya rahbariyati 5 kishidan iborat bo'lib, ularning har biri 5 yillik muddatga AQSh Prezidenti tomonidan Senat bilan kelishilgan holda tayinlanadi. Komissiya raisi Prezident tomonidan tayinlanadi. Komissiya a'zolarining vakolati bir muddatda (kunda va yilda) tugamaydi, balki har birining vakolat muddati boshqalarinikiga nisbatan bir yil oraliq bilan yilning 5 iyunida tugaydi, ya'ni 5 yil o'tishi bilanoq (oxirgi yilning 5 iyunida) bir a'zoning vakolati tugaydi. Komissiyaning uch a'zosidan ko'pi bir siyosiy partiyaga taalluqli bo'lishi mumkin emas. Komissiyaning shtati bo'lim va boshqarmalardan (jumladan, 11 regional va okrug boshqarmalaridan) iborat bo'lib, boshliqlari Rais tomonidan tayinlanadi. Shtab-kvartirasi Vashingtonda joylashgan.

Yaponiya qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish tajribasi

1948 yilda «Qimmatli qog'ozlar va birjalar to'g'risidagi» qonunga binoan AQSh modeliga o'hshash Moliya vazirligi huzurida, lekin ma'lum darajada undan holis va hukumat organi maqomiga ega bo'lgan «Qimmatli qog'ozlar va birjalar bo'yicha Komissiya» tashkil etilgan.

1964 yilda komissiya negizida Moliya vazirligi tarkibida maxsus Byuro tashkil etilib, uning ichiga quyidagi olti bo'lim kirgan: Muvofiqlashtiruvchi, kapitallar bozori, Aksiyadorlik jamiyatlari moliyasi, qimmatli qog'ozlar savdosi bozorlari, fond faoliyati, nazorat bo'limlari. Bulardan tashqari Byuro tarkibida nisbatan mustaqil bo'lgan quyidagi tuzilmalar faoliyat yuritgan: fond bozori bo'yicha Kengash, buxgalterlik hisob bo'yicha Kengash, sertifikasion davlat imtihoni Komissiyasi.

Joylarda nazorat faoliyatini amalga oshiruvchi 9 moliyaviy byuro, 40 moliya bo'limlari va Okinavani rivojlantirish Agentligining umumiy byurosi bo'lgan.

1992 yilda Byuroning o'rniga makroregulyator sifatida moliyaviy xizmatlar bo'yicha Agentlik tuzilgan.

Buyuk Britaniya qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish tajribasi

1980-1990 yillarda tartiblashtirish tizimini isloh qilinishi natijasida avval 1986 yilda «Moliyaviy xizmatlar to'g'risidagi» qonunga binoan «super-o'zini o'zi muvofiqlashtirish tashkiloti» tuzilib, keyinchalik

«kvazihukumat», lekin nodavlat, makroregulyatori tuzilgan. Makroregulyatorning bosh va asosiy tashkiloti (organi) moliyaviy xizmatlar bo'yicha Kengash hisoblanadi. Bu organ hozirda moliya bozorining barcha qatnashchilari va segmentlarini tartiblashtiradi, Davlat G'aznachiligi orqali yillik hisobotlarni Parlamentga beradi. Makroregulyatorning Kengashiga 2001 yil dekabrda «Moliyaviy xizmatlar va bozorlar to'g'risidagi» qonunga binoan barcha regulyativ vakolat va funksiyalar berilgan bo'lib, uning faoliyati davlat byudjetidan moliyalashtirilmaydi, balki uning harajatlari moliya bozori qatnashchilari tomonidan qoplanadi.

Germaniya qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish tajribasi

1995 yilda «Moliya bozorini rivojlantirishga ko'maklashish to'g'risidagi» qonunga binoan federal regulyativ organ bo'lgan «Qimmatli qog'ozlar bo'yicha Komissiya» tuzilgan. Bu organga parallel holda Frankfurt fond birjasida «Stats-komissariat» tashkil etilgan bo'lib (bu organni stats-komissar boshqaradi), bu organ birjalar faoliyatini tartiblashtiradi (shunga o'hshash organ Lyuksemburgda «Birjaviy kuzatuv kengash» bo'lib, u yagona va bosh regulyator hisoblanadi). Bunga qaramasdan, Komissiya rasmiy ravishda bosh regulyator hisoblanadi.

Ammo, Germaniyada bozorning professional qatnashchilari banklar bo'lgani uchun, bozorni tartiblashtirishda asosiy rolni «Banklar ustidan Federal nazorat palatasi» o'ynaydi. Aynan shu federal organ fond bozorining barcha qatnashchilari faoliyatini muvofiqlashtiradi va nazorat qiladi. Shunga o'xshash banklarning regulyativ organi (Bank inspeksiyasi) Shvesiyada mavjud bo'lib, bu organ qimmatli qog'ozlar bozorida yagona va bosh regulyator hisoblanadi.

Shunday qilib, Germaniyada biramasiga bir nechta regulyator mavjud.

Singapur qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish tajribasi

Qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish biramasiga bir nechta regulyator tomonidan amalga oshiriladi. Birinchisi – Singapurning valyuta boshqarmasi, ikkinchisi – qimmatli qog'ozlar bo'yicha Kengash, uchinchisi – fond birjasi.

Avstraliyada regulyator bo'lib «Milliy kompaniyalar va qimmatli qog'ozlar bo'yicha Komissiya», Belgiyada – Bryusselning birjasi bo'yicha va birjalar bo'yicha Milliy komissiya, Kanadada – shatlatlar hukumatlari huzuridagi organlar, Shveysariyada – qimmatli qog'ozlar bo'yicha Kantonal komissiya, Janubiy Koreyada – qimmatli qog'ozlar

va birjalar bo'yicha Komissiya hamda Moliya vazirligi, Polshada – hukumatning markaziy organi sifatida qimmatli qog'ozlar bo'yicha Komissiya (shunga o'xshash Vengriyada hukumat qoshidagi qimmatli qog'ozlar ustidan Davlat nazorati inspeksiyasi).

Aytish joizki, har bir mamlakatda davlat va O'O'M tashkilotlari (jumladan, fond birjalari) o'rtasida regulyativ funktsiyalar turlicha taqsimlanishi mumkin. Ba'zi mutahassislar fond birjasi qimmatli qog'ozlar bozorini hukumatga qaraganda yahshiroq tartiblashtirishini ta'kidlaydilar¹¹⁰. Ularning fikricha, fond birjasi tartib-qoidalari bozorni tartiblashtirish shart-sharoitlariga ko'proq mos keladi. Bunga misol tariqasida dunyoning eng yirik London, Nyu York, Frankfurt va boshqa mamlakatlar fond birjalarining mavqei ila regulyativ funktsiyalari keltiriladi¹¹¹.

Hozirda AQSh, Buyuk Britaniya, Frantsiya, Yaponiya va ba'zi boshqa davlatlarning qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish organlari vakillari tomonidan qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiya lar ustidan nazorat qilish bo'yicha millatlararo organ tuzish masalasi ko'rilmogda, ajab emas yaqin kelajakda bunday halqaro regulyator paydo bo'ladi.

Bu borada xalqaro tashkilotlarning xizmati katta (6.5-paragrafga qaralsin). Misol tariqasida MVF, Jahon banki, XMK, IOSCO, IHRT (6.5-paragrafdagi Xalqaro o'ttizlik guruhi tavsiyalariga qaralsin).

Bunda IOSCO tashkiloti tomonidan tavsiya qilingan regulyatorlarning ikkilamchi bozorlarga nisbatan qo'yiladigan talablarini keltirish o'rini¹¹². Bu talablarni tahlili quyidagi jadvalda keltirilgan.

Talablar obyekti	Bozorga talablar	Regulyator bilan munosabatlar
Kompetentlik	Savdo tizimi operatori (savdoni tashkillashtiruvchi) kompetent bo'lishi shart. Operatorning kompetentligi uzluksiz rioya qilinuvchi talab	Regulyator tomonidan kompetentlikni majburiy baholanishi

¹¹⁰ 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).

¹¹¹ A.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.-66.281-316.

¹¹² Objectives and Principles of Securities Regulation. A Report of IOSCO, September 1998, <http://www.iosco.org>.; A.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.-66.277-280.

	bo'lishi lozim.	
Savdo tizimi operatori ustidan nazorat	Agar savdo tizimi operatori operatsiya lar risklarini o'z zimmasiga olsa, unda u bunday risklarni chegaralovchi prudensial va boshqa talablarga javob berishi lozim	Operator regulya-torga hisobotdor bo'ladi va regulyator tomonidan nazorat qilinadi
Mahsulotlarni savdo tizimiga kiritilishi. Savdo tartiblari	Qimmatli qog'ozlar tegishli dizayni va ular bilan savdo tartiblari bozorni sifat ko'rsatkichlarini belgilovchi kritik aspektlar hisoblanadi	Regulyator bozorda sotiladigan mahsulotlar turlari to'g'risida ma'lumotga ega bo'lishi lozim. Regulyator savdo tartiblari va tamoyillarini, mahsulotlar dizayni va turlarini tasdiqlashi kerak.
Qatnashchilarni savdo tizimiga kiritilishi	Savdo tizimiga obyektiv va adolatli kirish	Regulyator tomonidan bozorga kirish mezonlari va tartiblarini nazorat qilish
Treyding informatsiyasi bilan ta'minlash	Barcha qatnashchilar savdo to'g'risidagi informatsiyaga teng huquqli ega bo'lishi lozim.	Informatsiya tenglik asosida ega bo'lishlik regulyator tomonidan solishtirib tekshirib (verifikatsiyalanib) boriladi.
Orderlarni kiritish	Orderlarni kiritish barcha qatnashchilarga nisbatan adolatli va regulyativ tartib-qoidalarga rioya qilingan bo'lishi lozim.	Orderlarni savdo tizimiga kiritilishi regulyator va qatnashchilar uchun aniq va tushunarli bo'lishi kerak.
Savdo bitishuvlari ijrosi	Orderlarni ijrosi barcha qatnashchilarga nisbatan adolatli qo'llanilishi lozim.	Orderlarni ijrosi regulyator va qatnashchilar uchun aniq va tushunarli ochib berilishi kerak.
Savdo natijasi bo'yicha hisobot va chop etila-	Bozorning barcha qatnashchilari savdo to'g'risidagi informatsiya bilan tenglik asosida ta'minlanishi lozim.	

digan informatsiya		
Savdoni tashkillashtiruvchi tomonidan bozor tizimi va qatnashchilari ustidan nazorat	Savdo operatori barcha qatnashchilar tomonidan savdo jarayonini monitoring qilish, nazorat qilib borish, nizolarni hal qilish, appelyatsiya qilish, opera-tsiyalar bajarish va h.k. mexanizmlarini yaratishi lozim.	Regulyator barcha mexanizmlarni ishonchli ishlashini baholaydi va nazorat qiladi.
Bozorning uzulishlari	Bitishuvlarni buzilishi va to'htatilishi tartiblari o'rnatilishi lozim.	Bozorni uzulishlari-da qo'llaniladigan harakatlar regulyatorga taqdim qilinadi.
Bozorni uzluksiz nazorat qilish	Savdo tizimlari va bozor informatsiyalari ustidan uzluksiz nazorat qilinishi lozim.	Savdo tartiblarini har qanday o'zgarishlari regulyatorga qaror qabul qilish uchun taqdim etiladi.
Treydingning shaffofligi	Bozor qatnashchilari real vaqt mobaynida savdoga oid (savdooldi, savdo vaqti va savdoorti bosqichlarida) barcha ma'lumotlar bilan ta'minlanishi lozim.	Regulyatorlar treyding shaffofligi to'g'risida to'liq informatsiyaga ega bo'ladi.
Manipulyatsiya va boshqa zararli amallarni ma'n etish	Savdolarda har qanday manipulyatsiya va zarali amallarni oldini olish va ma'n etish bo'yicha tartib-qoidalar mavjud bo'lishi lozim.	
Bozor va kli-ring tizimi risk-larini nazorat qilish	Risklar to'g'risidagi informatsiyaga ega bo'lish bo'yicha tartib-qoidalar mavjud bo'lishi lozim.	Regulyator quyida ekspozitsiya qilindiganlar to'g'risidagi informatsiyaga ega bo'ladi: riskka, bozorni uzluksiz monitoringiga, pozitsiyani yopishga majburlashga, kiritiladigan marjani oshirishga, muddatli bitishuvlarni chegara-lashga va h.k.

Hisob-kitoblar va kliring	Barcha qatnashchilar uchun ochiq bo'lgan va regulya-torga hisobotlar berilishini ta'minlaydigan hisob-kitoblar va kliring bo'yicha te-gishli tartibqoidalar va ope-ratsion tartiblar o'rnatilishi lozim.	Regulyatorlar hisob-kitoblar va kliring tizimi usidan to'g'ri dan to'g'ri nazorat o'rnatadi.
Bitishuvlarni solishtirib tekshirish (verifikatsiya)	Hisob-kitoblar va kliring tizimlari sodir etilgan operatsiya larni kliring to'g'risidagi informatsiya asosida tezkor (real vaqtga yaqinlashtirilgan tarzda avtomatlashtirilgan ravishda) verifikatsiyalashtirishi lozim.	
Xisob-kitob va kliring tizimlari risklari	Uzluksiz informatsiya olish, monitoring o'tkazish, identifikatsiya qilish va risklarni pasaytirish uchun tartiblar o'rnatilishi lozim. Risklarni pasaytirishda quyidagi instrumentlar qo'llanilishi mumkin: marjalarga talablar, avtomatik uzishlar, pozitsiyalarning limitlari, savdolarni to'htatish, kapitalni etariligi talablari, risklarni boshqarish tizimlari, operatsion standartlar, kreditlash limitlari, sug'urtaviy qoplash, dubl tizimlar va kafolat fondlari.	
Marjalarga talablar	Tizimda riskka ekspozitsiyani kuchsizlashtirish darajasida marja talablarini o'rnatish lozim.	
Qimmatli qog'ozlar bo'yicha qisqa sotuvlar va ssudalar berilishi	Agar bozorda qisqa savdolar ruxsat berilgan bo'lsa, manipulyativ amaliyotni cheklash zarur. Bunda qimmatli qog'ozlar bilan ssuda berishga ruxsat berilishi mumkin (narxlarni pasaytirish bo'yicha o'yin uchun qo'llaniladi). Regulyatorga egallangan qisqa pozitsiyalar va ssudalar to'g'risida hisobotlar beriladi (sababi - riska bozor ekspozitsiyasini chegaralash).	

Ko'rinib turibdiki, bu talablarning barchasi savdo tizimlarida transparentlik, samaralilik, ishonchlilik va risksizlilik darajasini oshirishga qaratilgan.

Savollar

1. AQSh fond bozorini tartiblashtirish tajribasining xususiyatlari nimadan iborat?
2. Yaponiya fond bozorini tartiblashtirish tajribasining xususiyatlari nimadan iborat?

3. Buyuk Britaniya fond bozorini tartiblashtirish tajribasining xususiyatlari nimadan iborat?
4. Germaniya fond bozorini tartiblashtirish tajribasining xususiyatlari nimadan iborat?
5. Boshqa davlatlar fond bozorlarini tartiblashtirish tajribasining xususiyatlari nimadan iborat?
6. IOSCO talablari nimadan iborat?

Topshiriqlar

1. Fond bozorlarini tartiblashtirishning jahon tajribasi to'g'risida referativ obzor tayyorlang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

9.5. Moliya bozori makroregulyatori kontsepsiyasi

Milliy moliya bozorlarni tartiblashtirish tizimlarining jahon tajribasi (9.1-9.4-paragraflarga qaralsin) hamda I-II boblarda va 4.8-paragrafda keltirilgan fikr-mulohazalardan kelib chiqib ta'kidlash mumkinki, moliya bozorining davlat tartiblashtirish tizimi barcha mamlakatlar iqtisodiyoti uchun muhim ahamiyatga ega bo'lgan moliya tizimining bosh bo'g'imi, moliyaviy-iqtisodiy munosabat va jarayonlarni tartibga solib rivojlantiruvchi yuqori darajada tashkillashtirilgan shakl (ya'ni, tashkiliy-huquqiy shakl) ko'rinishida bozorni samarali muvozanatlashtiruvchi asosiy moliyaviy mexanizm (1.7-paragrafqa qaralsin) sifatida faoliyat yurituvchi siyosiy-iqtisodiy-huquqiy-ijtimoiy bozor mexanizmi bilan ta'minlangan murakkab alohida tizim sifatida namoyon bo'lgan. Shuning uchun dunyoning barcha mamlakatlarida uni samarali faoliyatiga va uni uzluksiz takomillashtirish (chunki moliya bozori turli hil omillarga o'ta ta'sirchan demak, tez o'zgaruvchan moliyaviy muhit) yoki kerak bo'lsa isloh qilish masalalariga alohida ahamiyat beriladi. Hozirda uni radikal isloh qilish yo'llaridan biri – bu umummilliy tartiblashtirish organi sifatida moliya bozorining tartiblashtirish makroregulyatorini tuzishdir.

Eslatish joizki, boshqa ilmiy manbalardagilardan farqli, biz «megaregulyator» termini o'rniga «makroregulyator» so'zini qo'llaymiz. Chunki, bu so'z, bizningcha, shaklan va mazmunan barchaga singib ketgan, tabiiy bo'lib qolgan «makroiqtisod», «makroindikator», «makromodel» va h.k. kabi tushunchalar bilan ko'proq uyg'unlashib mos keladi. «Megaregulyator» termini esa ko'proq

«megapolis» tushunchasining shakli va mazmuniga mosroq kelishi mumkin. Agar, har qanday milliy moliya bozorni faqat alohida olingan shahar yoki rayon megapolisi ichida emas, balki bir butun mamlakat doirasida, o'ta rivojlangan moliya bozorlarini esa jahon miqyosida faoliyat yuritishini hisobga olsak, unda mos ravishda «makroregulyator» va «metaregulyator» terminlari va tushunchalarini qo'llanilishi to'g'riroq ekanini payqab olish qiyin emas. Ammo, ta'kidlash o'rinliki, fikrimizcha, mavjud ilmiy manbalarda milliy moliya bozorlariga nisbatan qo'llanilgan «megaregulyator» tushunchasi mazmungan qo'llanilishi bo'yicha bizning «makroregulyator» terminimiz bilan bir xil ma'noni anglatadi. Hozirda shartli ravishda metaregulyator mazmunida 9.1-paragrafdagi nomlari keltirilgan xalqaro miqyosdagi tashkilotlarni (masalan, qimmatli qog'ozlar bo'yicha komissiyalarning xalqaro tashkiloti; Birjalarning umumjahon federatsiyasi; qimmatli qog'ozlar sohasidagi xizmatlar bo'yicha xalqaro assotsiatsiya; Xalqaro hisob-kitoblar banki; Jahon banki; Xalqaro moliyaviy korporatsiya; Xalqaro valyuta fondi; Umumjahon savdo tashkiloti; Yevropa banki; Osiyo banki; iqtisodiy hamkorlik va rivojlantirish tashkiloti va h.k.) ko'rsatish mumkin. Chunki bu tashkilotlar davlat organi maqomiga ega emas bo'lib, ular tomonidan ishlab chiqarilgan me'yorlar ularga a'zo davlatlar uchun tavsiyalar xarakteriga ega.

Makroregulyator – milliy moliya bozorini tartiblashtirishning alohida ko'rinishda tuzilgan tashkiliy-huquqiy shakli bo'lib, moliya bozorini samarali muvozanatlashtiruvchi mexanizm (1.1.5-rasm va 1.7-paragrafga qaralsin) sifatida faoliyat yurituvchi murakkab siyosiy-iqtisodiy-huquqiy-ijtimoiy bozor mexanizmi bilan ta'minlangan moliya bozorini umummiy darajada kompleks tartiblashtirilishini va rivojlanishini ta'minlovchi murakkab tuzilmali tizimdir.

Eng muhimi va ahamiyatligi shundaki, makroregulyator yordamida moliya bozorining barcha qatnashchilari manfaatlari davlat siyosati doirasidagi manfaatlari bilan uyg'unlikda o'zaro balanslashtirilgan holda amalga oshiriladi.

Jahon amaliyotida mavjud makroregulyatorlarni shartli ravishda ikki katta guruhga ajratish mumkin:

- faqat (yoki ko'proq) nazorat funksiyalarini bajaruvchi makroregulyatorlar. Masalan, bundaylari Yaponiyada 1998 yildan (*Financial Supervisory Agency*), Janubiy Koreyada 1998 yildan (*Financial Supervisory Commission*), Vengriyada 1996 yildan (*Hungarian Banking and Capital Market Supervisory*), Daniyada 1988 yildan

(*Danish Financial Supervisory Authority*), Norvegiyada 1986 yildan (*Banking Insurance and Securities Comissions*), Shvetsiyada 1991 yildan (*Swedish Financial Supervisory Authority*), Finlyandiyada 1991 yildan (*Financial Supervision*), Janubiy Afrika Respublikasida 1990 yilda tuzilgan (*Financial Services Board*);

- ham nazorat, ham me'yorlashtiruvchi (tartib-qoidalarni o'rnatuvchi) funktsiyalarni bir vaqtning o'zida amalga oshiruvchi makroregulyatorlar. Masalan, bundaylari Buyuk Britaniyada 1997 yilda (*Financial Services Authority*), Avstraliyada 1998 yilda (*Australian Securities and Investments Commission, Australian Prudential Regulation Authority*), Kanadada 1987 yilda (*Office of the Superintendent of Financial Institutions*), Singapurda 1998 yilda (*Monetary Authority of Singapore*), Shveysariyada 1997 yilda tuzilgan (*Swiss Federal Banking Commission*).

Ko'rsatib o'tilgan barcha mamlakatlarda bunday organ (makroregulyator) moliya bozorining turli segmentlarini o'zaro uyg'unlikda, bog'liqlikda va mutanosiblikda tartiblashtiradi. Bunda ushbu davlatlar makroregulyatorni o'zlarida joriy qilish chog'ida uning ijobiy oqibatlaridan, mavjud va zaruriy resurslarda, milliy moliya bozorining bunday makroregulyatorga tayyorligi darajasidan kelib chiqqanlar. O'z vaqtida ba'zi davlatlar makroregulyator kontseptsiyasiga skeptik qaraganlar. Ammo, hozirga kelib makroregulyator kontseptsiyasi o'zining hayotiylikini samaraliyligi bilan isbotladi. Natijada, oxirgi yillarda dunyoning yirik davlatlaridan bo'lmish Rossiya ham makroregulyator kontseptsiyasini o'zlarida qo'llashni ma'qul topmoqda.

Makroregulyator tendentsiyasini paydo bo'lishi munosabati bilan moliya bozorini tartiblashtirishning kamida ikkita modelini ajratib ko'rsatish mumkin. Bularning har biri ma'lum bir ijobiy tomonlarga va kamchiliklarga ega. Masalan, Yevropa Ittifoqining olti davlatida (Frantsiya, Ispaniya, Portugaliya, Italiya, Gretsiya i Niderlandiya) tartiblashtirishni (fond bozorida faqat nazorat funktsiyasini bajarish asosida) holis bo'lgan alohida organ amalga oshiradi. Bunda nazorat funktsiyasi amerikacha model bo'yicha SEC (*Securities and Exchange Commission*) faoliyatiga yaqin. Qolgan 13-ta mamlakatda bu va me'yorlashtiruvchi funktsiyalarni birgalikda makroregulyator bajaradi. Bunga sabab, ushbu mamlakatlarda makroregulyator o'sha davlatlar doirasida kompakt bo'lgan moliya bozorida tuzilganligi ma'lum qulayliklarni bergan. Makroregulyatorlarning bir-biridan farq qilishi esa dunyoda hanuzgacha absolyut bir xil bo'lgan moliya bozorining davlat tartiblashtirish tizimi yo'qligi bilan belgilanadi. Lekin bu holat barcha

mamlakatlarda makroregulyator kontsepsiyasini qo'llash mumkin emas degan fikrga olib kelmasligi lozim. Ammo, bunda barcha makroregulyatorlarni o'zaro garmonizatsiyalashtirish muammosini esdan chiqarmaslik zarur¹¹³.

Bu borada Rossiyada makroregulyatorni joriy qilish fikri bo'yicha Britaniyaning «Cadogan Financial» kompaniyasi tomonidan 1999 yilning oxirida berilgan fikri katta qiziqish uyg'otgan¹¹⁴ bo'lib, bu fikr hanuzgacha inkor qilib bo'lmay kelinmoqda¹¹⁵. Shu munosabat bilan Rossiyada dastlabki tarzda qimmatli qog'ozlar bo'yicha Federal Komissiya o'rniga makroregulyator funksiyasini bajaruvchi Moliya bozorlari bo'yicha Federal xizmati (MBFH) tuzilib, ikkinchi bosqichda (hozirda) esa xalqaro¹¹⁶ va Rossiya amaliyotidan kelib chiqib, muallifning fikricha¹¹⁷, Rossiya moliya bozori makroregulyatori kontsepsiyasi pishib yetildi.

Aytilganlarga asosan, boshqa mamlakatlar tajribasidan kelib chiqib, O'zbekiston sharoitida ham moliya bozori makroregulyatorini tezroq tuzishni maqsadga muvofiq obyektiv holat deb bilish mumkin¹¹⁸.

O'zbekistonda makroregulyatorni tuzish kelajakda moliyaviy globallashuv jarayonlariga osonroq va to'liq qo'shilish imkonini berishi mumkin bo'lib, jahonda rivoj topib borayotgan quyidagi iqtisodiy tendentsiyalar va nazariy konsepsiyalar bilan belgilanadi:

- moliya institutlar va ular instrumentlarining universallasuvi;
- moliya bozorlarining turli segmentlarida faoliyat yurituvchi moliyaviy konglomeratlarni tashkil topishi;

¹¹³ Davies Howard, Chairman, Financial Services Authority. The Single Financial Market in Five Years Time: How Will Regulation Work?//Brussels: Speech 20 March, 2000.

¹¹⁴ Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала»//Cadogan Financial -1999, ноябрь.

¹¹⁵ А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстициформ», 2003.-с.с. 156-169; Вавулин Д. О новом регуляторе Российского фондового рынка.//Рынок ценных бумаг, №11(266), 2004.-с.19-23; Зенькович Е. Вопросы регулирования рынка ценных бумаг.//Рынок ценных бумаг, №13(268), 2004.-с.34-37.

¹¹⁶ 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.

¹¹⁷ 2007 йилда Давлат Думасига макрорегулятор буйича қонун лойиҳаси киритилган бўлиб, бу қонун қабул қилиниши аниқлиги кўпчилик томонидан табиий ҳолат бўлиб қўрилибди.

¹¹⁸ Шохъязамий Ш.Ш. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане.//Журнал «Рынок, деньги и кредит», № 4 (107), 2006.-с.6-9; Концепция сущности рынка ценных бумаг.//Молния, №1, 2009.-с.82-91; Молния бозорини тартиблаштириш тизимини такомиллаштириш.//Жамият ва бошқарув, Т., 2009, №2.-с.23-36; Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-421 с.

- moliya institutlarining bir-birlari o'rtasida o'zaro moliyaviy instrumentlar bilan almashinishi;

- milliy regulyativ normalarning o'zaro unifikatsiyalashuvi, standartlashuvi va moslashuvi yo'li bilan milliy moliya bozorlarning internatsionallashuvi va globallashuvi, moliya bozorlari qatnashchilari faoliyatining informatsion transparentiligi (9.1- va 9.6-paragraflarga qaralsin) va risksizlilik darajalarini ortib borishi;

- moliyaviy instrumentlarning diversifikatsiyalanishida Internet-moliyaviy biznesni jadal rivojlanishi;

- moliya bozorlari industriyasi sifatini boshqarishning kompleks tizimlarini shakllanishi¹¹⁹;

- moliya sohasida finansometrika (sek'yurimetrika)¹²⁰ va moliya injiniringini jadal rivojlanishi¹²¹, ularning asosida banklarnikiga o'xshash moliyaviy mahsulotlarning va sek'yuritizatsiyalashgan aktivlarning hajmini tez oshib borishi;

- umuman olganda umumjahon miqyosida globallashuv jarayonlarini jadallashuvi bilan bog'liq boshqa hodisa va voqeliklar.

Makroregulyatorni O'zbekiston sharoitida tuzilishi undagi hozirda ushbu kitobga ko'tarilgan (3.3-paragrafga ham qaralsin) va milliy moliya bozori va korporativ boshqaruv (siyosat) mexanizmida (tizimida) mavjud bo'lgan ko'p muammolarni yechimiga yordam berishi mumkin. Ta'kidlash joizki, O'zbekiston uchun umuman olganda eng asosiy mummolar – bu investitsiyalarni jalb qilish, iqtisodiyot real sektorini modernizatsiyalashtirish va barqaror industrial o'sishga erishish bo'lganligi sababli moliya bozori makroregulyatori dolzarb hisoblanadi.

Makroregulyatorlarga oid mavjud xalqaro tajribaga¹²² hamda muallifning 1.1.1-1.1.5-, 1.2.1-, 1.6.1-, 1.7.1-1.7.4-, 2.2.1-2.2.4-rasmlarda keltirilgan modellariga va ularga oid nazariy fikr-mulohazalarga asoslanib, na faqat O'zbekiston, balki boshqa qiziqish bildirgan mamlakatlar uchun ham iqtisodiyot, moliya bozori va uning makroregulyatorini o'zaro bir-biri bilan sabab-oqibatiy bog'liqlikda bo'lgan makrodarajada muvozanatlashtiriluvchi bir butun murakkab iqtisodiy tizim sifatida quyidagi konseptual modellar (9.5.1- va 9.5.2-

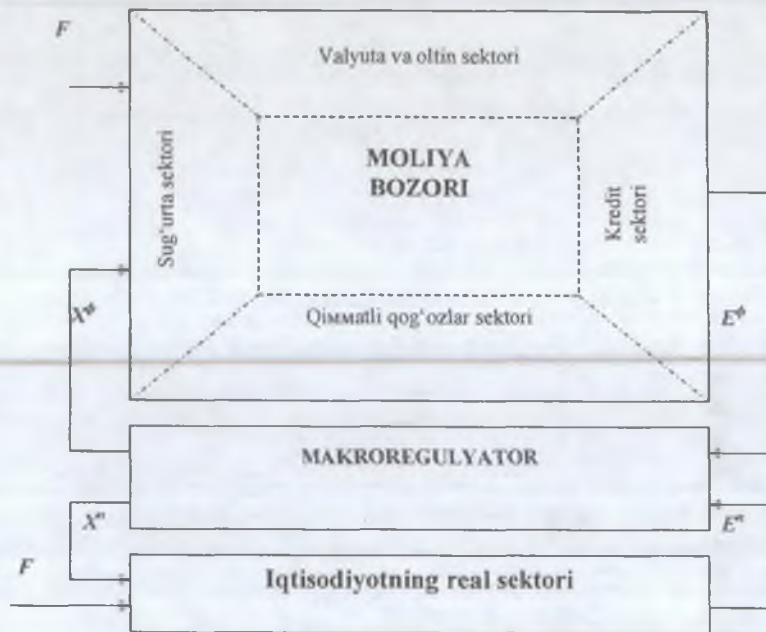
¹¹⁹ Шохазамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.

¹²⁰ Шохазамий Ш.Ш. Основы секьюритизации.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.

¹²¹ Шохазамий Ш.Ш. Тизимли мелия инжиниринги.-Т.: Fan va texnologiya, 2012.-796 б.

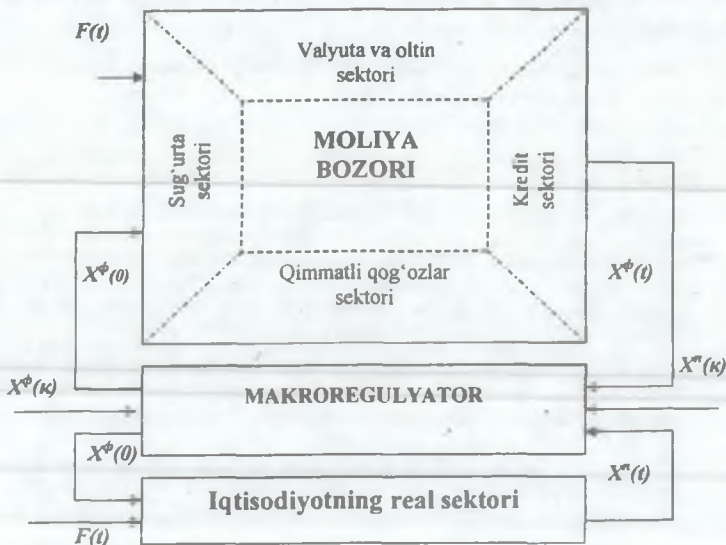
¹²² Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998; Guidance on Information Sharing, IOSCO, 1998; Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996; Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996; Mechanisms to Enhance Open and 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.

rasmlar) ko'rinishida tavsiya etish mumkin. Ushbu kontseptual modellarning matematik tarzda faoliyati qonuniyati 1.7.1- va 1.7.2-formulalarga asosan muvozanatlashtiriluvchi kvazianaloglar sifatida tashkillashtiriladi va modellashtiriladi.



9.5.1-rasm. Matritsaviy-vektor shaklidagi algebraik tenglamalar sistemasi yordamida ifodalanuvchi makroregulyator modeli (moliya bozori va real iqtisodiyotni o'zaro bog'likda tartiblashtirish)

Bunda moliya bozori iqtisodiyotning real sektorini «analog-egizi», ya'ni ekvivalenti, demak, modellashtirish (tartiblashtirish) obyekti, makroregulyator esa makromoliyaviy muvozanatlashtiruvchi mexanizm sifatida namoyon bo'lib, 9.5.1- va 9.5.2-kontseptual modellarning faoliyat qonuniyati umumiy holda mos ravishda algebraik (1.7.1-formula) va differentsial (1.7.2-formula) tenglamalar bilan ifodaladigan kvazianalog modellarga asoslanadi. Keltirilgan kontseptual modellarda:



9.5.2 -rasm. Matritsaviy-vektor shaklidagi differentsial tenglamalar sistemasi yordamida ifodalanuvchi makroregulyator modeli (moliya bozori va real iqtisodiyotni o'zaro bog'likda tartiblashtirish)

ST – moliya bozori tarkibidagi savdo tizimlari (fond birjalar va birjadan tashqari elektron savdo tizimlari); R – foiz stavka; ϕ – fond bozori indeksleri; F i f – ta'sir etuvchi funktsiyalar vektori (omillar); A – o'zgaruvchan parametrlar matritsasi (moliya bozori va makroregulyator parametrlari); X – noma'lumlar vektori; E – echimning zaruriy aniqligi.

Kontseptual modellarga asosan (9.5.1- va 9.5.2-rasmlar), moliya bozori makroregulyatori umumdavlat darajadagi alohida mexanizm doirasida faoliyat yurituvchi milliy tuzilma shaklida bo'lib, o'zaro bog'langan uch organdan iborat: muvofiqlashtiruvchi organ (koordinasion kengash), ekspert kengash va moliya bozori regulyatori (tartiblashtiruvchi ijroiya organi).

Makroregulyatorni bunday shaklda tashkillashtirilishiga quyidagilar asos bo'lib chorlaydi:

- makroregulyator o'z zimmasiga moliya bozorini va u orqali iqtisodiyotning real sektorini strategik tartiblashtirish (muvofiqlash-

tirish va nazorat qilish) va rivojlantirish masalalarini kompleks yechilishini oladi;

- hukumat va unga kiruvchi ijroiya organlar hamda Markaziy bank tomonidan ishlab chiqilgan me'yoriy hujjatlar loyihalarini dastlabki tarzda ko'rib chiqish, ularni milliy iqtisodiyot amaliyotiga joriy qilishni va zaruriy hollarda ularga tegishli operativ korrektirovkalarni amalga oshiradi;

- murakkab iqtisodiy tizim modeli (9.5.1- va 9.5.2-rasmlarda ko'rsatilgan kontseptual modellar) asosida uni (undagi tarkibiy qismlar bilan birga, ya'ni real sektor, moliya bozori va makroregulyator bilan o'zaro uyg'unlikda) tizimli, operativ ravishda, arzon va qulay matematik modellashtirish va optimallashtirish asosida makro- va mikrodarajada tartiblashtirish bo'yicha samarali qaror qabul qilish.

Makroregulyatorning tarkibiy qismlarini tashkil etuvchi organlar vakolati va faoliyatini O'zbekiston misolida ko'rib chiqamiz.

Muvofiqlashtiruvchi organ deputatlar, Markaziy bank va Hukumat organlarining (iqtisodiy, ijtimoiy, xizmatlar va sanoat komplekslariga kiruvchilari) hamda nodavlat notijorat tashkilotlar o'zaro kelishgan holda moliya bozorida siyosatleri va faoliyatlarini samarali uyg'unlashtirib yuritishlari uchun tashkil etiladi. Masalan, bu organ tarkibiga quyidagi nodavlat notijorat tashkilotlarning vakolatli vakillari kirishi mumkin: o'zini o'zi tartiblashtiruvchi tashkilotlar, O'zbekiston banklari assosiasiyasi, Savdo-sanoat palatasi, iste'molchilar huquqlarini himoyalash birlashmalari Federatsiyasi va h.k. Ushbu organ moliya bozori bo'yicha huquq o'rnatuvchi funksiyasini bajaradi. Ushbu organga har bir siyosiy partiyadan bir deputat kirishi mumkin.

Ta'kidlash joizki, makroregulyatorning ushbu organiga Markaziy bank va Moliya vazirligiga tegishli siyosatlarni yuritish funksiyasi berilishi mumkin emas. Bunda makroregulyator funksiyasiga milliy valyuta kursini ushlab turish, oxirgi instansiya kreditori, banklararo kredit stavkasini o'rnatish, emissiya (pul va davlat qimmatli qog'ozlari) vakolatlari kirishi mumkin emas.

Ekspert organ xolis maslahat berish, taqdim etilgan me'yoriy hujjatlar loyihalarini xolis ekspertiza qilish va ichki arbitraj vazifalarini bajarishi mumkin. Bu organ mamlakat Parlamenti bilan muvofiqlashtiruvchi kengash va ijroiya organining faoliyati sifatini ekspertiza qilib borish maqsadida uzviy ishlaydi va uning tarkibiga moliya sohasi va bozorini professional ravishda biladigan deputatlar (bir siyosiy partiyadan bir kishi), yuqori malakali moliya sohasi amaliyoti

mutahassislari va moliyachi olimlar Parlament (Qonunchilik Palatasi) tavsiyasi bilan kiritiladi. Bunda Parlament ekspert komissiyasi va muvofiqlashtiruvchi kengashning tarkibini belgilaydi, tasdiqlaydi va o'zgartiradi.

Makroregulyatorning joriy nazorat ijroiya organi funksiyasini moliya bozorini tartiblashtirishga vakolatli alohida davlat tashkiloti bajaradi. Bu tashkilot o'z faoliyatida muvofiqlashtiruvchi kengash oldida hisobot beradi va ekspert komissiyasi uchun ochiq (shaffof) bo'ladi. Uning rahbariyati 3 kishidan iborat (Rais va ikki o'rinbosar) bo'lib, ularning har biri uch yilda (rahbariyat ishini to'htatmaslik va uzluksizligini ta'minlash uchun) Davlat rahbari (O'zbekiston Respublikasi Prezidenti) tomonidan Oliy Majlis Senati bilan kelishilgan holda tayinlanib va rotasiyalanib boriladi. Bunda organ rahbariyatiga avval tayinlangan kishi boshqa marotaba qayta tayinlanishi mumkin. Lekin bu organ rahbariyati tarkibiga (Rais va ikki o'rinbosar) tayinlangan bir a'zo faqat bir siyosiy partiya a'zosi yoki partiyasiz (alohida holda) bo'lishi mumkin.

Bunda moliya bozorini tartiblashtirishga vakolatli alohida umummilliy mavqega ega makroregulyatorning joriy nazorat ijroiya organi Markaziy bank va Hukumat organlariga bo'ysunmasligi lozim. Bu organi moliya bozori bo'yicha davlat Komissiyasi (MBDK) deb nomlash mumkin. MBDK O'zbekiston Respublikasi Prezidentiga bo'ysunadi va faoliyati Parlament (jumladan, uning tomonidan tasdiqlangan muvofiqlashtiruvchi kengash) tomonidan nazorat qilib boriladi. MBDK moliya bozori qatnashchilariga nisbatan huquq qo'llash va nazorat funksiyasini bajaradi.

MBDK raisi bir vaqtning o'zida muvofiqlashtiruvchi organda raislik qilish vakolati Parlament tomonidan kelishilgan holda berilishi mumkin.

Umuman olganda, makroregulyator Parlament oldida muntazam hisobot berib boruvchi va unga bo'ysunuvchi (tobe) maxsus umummilliy organ hisoblanib, uning faoliyat mexanizmi maxsus u to'g'risidagi alohida qonun bilan belgilanilishi zarur.

Bunday shaklda tasbiillashtirilgan makroregulyator hozirda jahon amaliyotida mavjud bo'lgan (yuqorida ikki katta guruhga ajratilgan) makroregulyatorlarning (megaregulyatorlarning) faoliyat mexanizmini ancha takomillashtirishi, ularning huquq o'rnatish va huquq qo'llash

funksiyalarini birgalikda uyg'unlashgan holda amalga oshirilishini ta'minlashi mumkin¹²³.

Yuqorida aytilganlarning barchasi quyidagi g'oyani tasdiqlaydi: moliya bozoridagi talab va taklif hajmlarining barqaror va muvozanatda o'zaro mutanosiblikda, umuman garmoniyada, o'sishi undagi faoliyat yurituvchi institut(ishtirokchi)larning barqaror va o'zaro mutanosiblikda, umuman, garmoniyada, rivojlanishini anglatadi, mos ravishda moliya bozori ishtirokchilarining bunday rivojlanishi undagi talab va taklif hajmlarining barqaror va muvozanatda o'zaro mutanosiblikda, umuman garmoniyada, o'sishini bildiradi. Bu g'oya asosida iqtisodiy sistemologiyaning regulyativ ekvivalentlik tamoyili¹²⁴ yotadi, ya'ni unga ko'ra, moliya bozori faoliyati va unda moliyaviy instrumentlar vositasida bozor munosabatlarida bo'luvchi iqtisodiyot sub'ekllarining ishlab chiqarish va takroran ishlab chiqarish jarayonlari natijalari o'zaro regulyativ bog'liqlikda va ekvivalent bo'ladi. Shu bilan birga, bu g'oya P.Samuelsonning "akselerator" tamoyili¹²⁵ bilab ham asoslanadi (1- ilovaga qaralsin).

Savollar

1. Moliya bozori makroregulyatori tushunchasining mazmuni nimadan iborat?
2. Jahon amaliyotidagi makroregulyatorlar qanday gurug'larga ajratiladi?
3. O'zbekistonda makroregulyatorni tuzish nimalardan kelib chiqadi va qanday natijalar beradi?
4. Makroregulyator modellari qanday bo'lishi mumkin?

Topshiriqlar

1. Makroregulyatorlar to'g'risida analitik obzor tayyorlang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

¹²³ Keltirilgan makroregulyator kontseptsiyasi va mexanizmi loyihasi muallif tomonidan Hukumatga 2007 va 2012 yillarda taqdim etilgan

¹²⁴ Шохазёмий Ш Ш. Экономическая системология: концепция и применение. -Т. Iqtisod-moliya, 2010 -421 с.

¹²⁵ Unga ko'ra: real yalpi ichki mahsulot (YalM) o'sishi real investitsiyalar o'sishiga olib keladi, o'z navbatida real investitsiyalarning ko'tarilishi unga javoban YalM o'sishiga sabab bo'ladi.

9.6. Moliya bozori transparentligi, undagi axborot va hisobotlar tizimi

Moliya bozori transparentligi deganda moliya bozori va uning barcha qatnashchilari faoliyati to'g'risidagi informatsiyalarni (ma'lumot va hisobotlarni) ochiqligi, oshkoraligi, aniqligi, to'liqligi, o'z vaqtida (belgilangan muddatlarda) berilishi va to'g'riligi, umuman olganda informatsion shaffofligi tushuniladi. Ma'lumot va hisobotlarni ixtiyoriy (zarurat asosida) va majburiy ravishda transparentlikning ma'lum sifat darajasida (5.1- va 5.2-paragraflarga qaralsin) berilishi mumkin bo'lganlari mavjud.

Moliya bozori transparentligining bosh maqsadi investorlarning huquqlarini himoyalash va qonuniy manfaatlarini hamda risklarini pasaytirilishini ta'minlashga qaratilgan bo'lib, o'z ichiga sifatli ochib berilishi majburiy va ixtiyoriy bo'lgan informatsiyalar hamda ularga qo'yilgan qonuniy sifat talablari tizimini oladi. Transparentlikning bosh vazifasi moliya bozorida sodir bo'lishi mumkin bo'lgan har turdagi risklar, tovlamachiliklar va qonunbuzarliklarni informatsiyalar tizimi orqali oldini olish va pasaytirish.

Transparentlik turli usullar va shakllarda amalga oshirilib, ular tartiblashtirish konsepsiyalari va modellaridan kelib chiqqan holda qonuniy-me'yoriy hujjatlar bilan belgilanadi (9.1-paragrafga qaralsin).

Transparentlik usullari va shakllari moliya bozoriga oid qonunchilik hujjatlarini bilan belgilanadi.

Informatsiyani ochib berish shakllari turli bo'lishi mumkin, masalan, moliya bozori qatnashchilari to'g'risidagi hisobotlar va informatsiyalarning standart shakllari. Bunday standart shakllarda tuzilgan va to'ldirilgan hisobot va informatsiyalar qonunchilik hujjatlariga muvofiq belgilangan sifat darajasida, muddatlarda, hajmlarda va tartibda ochib berilishi va taqdim etilishi talab qilinadi.

Transparentlikni ta'minlash borasida administrativ va jamoatchilik chora-tadbirlariga asoslangan usullar qo'llaniladi, ya'ni, informatsiyani ochib berishlik mos ravishda davlatning qonunchilik hujjatlarini va jamoatchilik (o'zini o'zi tartiblashtiruvchi tashkilotlar) me'yorlari asosida amalga oshiriladi. Ammo, bu usullarning ichida eng ustuvori va zaruri administrativ usul hisoblanadi, chunki jamoatchilik me'yorlari davlat qonunlariga to'liq asoslanadi.

Aytish joizki, dunyoning barcha mamlakatlarida mavjud bo'lgan moliya (qimmatli qog'ozlar) bozori to'g'risidagi qonunlari ikki asosiy

komponentani o'z ichiga oladi: tovlamachiliklarni oldini olish, informatsiyani ochib berishlikka qo'yilgan talablar. Har ikkala komponenta ham investorlarning haq-huquqlarini himoyalashiga qaratilgan bo'lib, moliya bozori tartiblashtirish tizimining eng muhim, birlamchi, ustuvor vazifasi hisoblanadi. Buning uchun moliya bozorida investorlarning investision faoliyati jarayonidagi haq-huquqlari davlat tomonidan har tomonlama qonuniy kafolatlanadi va ularni bu jarayonga jalb qilinishi qo'llab-quvvatlanib rag'batlantiriladi, ularning investision mavqei boshqa qatnashchilarnikiga qaraganda salmoqli va barcha qatnashchilarga nisbatan talablari ustuvor bo'lishi ta'minlanadi. Umuman olganda, taransparentlilik sifati investorda to'liq himoyalanganlik hisini va faollikka zaruriy shart-sharoitlar yaratilishiga ko'maklashadi. Bunda tovlamachiliklar bilan bog'liq risklardan saqlanishini ta'minlash borasida vakolatli davlat tartiblashtirish organlari tomonidan maxsus qonuniy me'yorlar o'rnatilgan (9.1-paragrafga qaralsin), masalan, qimmatli qog'ozlarni muomalaga chiqarilishini «mavjud faktlar bo'yicha tekshirish», «moviy osmon qonuni», «asosiy standartlar to'plami», «diskretion vakolatlar», «emissiyalanuvchi qimmatli qog'ozlar sifatini regulyativ standartlarga mos kelishi».

Informatsion shaffoflikni ta'minlashga asoslangan tartiblashtirish kontseptsiyasiga binoan moliya bozorining barcha qatnashchilarini har qanday faoliyati va natijalari sifat darajasida oshkora qilinishi zarur.

Shu munosabat bilan 5.3-paragrafda keltirilgan transparentlilikning sifat mezonini moliya bozorining barcha qatnashchilariga nisbatan qo'llash mumkin, ya'ni qatnashchilarning transparentlilik darajasi (ya'ni adekvat informatsion transparentlilik) $A(T)^Q$ uning barcha operatsiyalari va ularga oid informatsiyalarning o'zaro adekvatligi (to'g'riligi, aniqligi, o'z vaqtidaliligi, ishonchliligi) bilan belgilanadi. Mos ravishda bu kriteriy (mezon) quyidagicha ifodalanadi:

$$\min A(T)^Q = A^T \text{ (qonun bilan va moliya bozori tomonidan o'rnatilgan tartibda talab qilinadigan informatsiyalar soni va sifati miqdori ko'paytmasi) } - A^R \text{ (qatnashchi tomonidan real ta'minlab berilgan informatsiyaning soni va sifati miqdori ko'paytmasi).}$$

Bunda informasiyaning sifat miqdori qatnashchining moliya bozorida imidjini tashkil etuvchi va holati sifatini belgilovchi iqtisodiy (moliyaviy), korporativ boshqaruvi, moliyaviy instrumentlari va boshqa ko'rsatkichlari asosida baholanishi mumkin bo'lgan rentingi va/yoki

reytingi yordamida ifodalanadi. Informatsiyalar soni esa qatnashchi tomonidan berilishi lozim bo'lgan hisobotlar va ma'lumotlar miqdoridan kelib chiqadi.

Ta'kidlash joizki, umuman olganda, ideal holatda mamlakatdagi investorlarning faollilik darajasi (F), ya'ni (5.2-paragrafga qaralsin):

$$\min F = SV \text{ (investitsiya sifatidagi jamg'arma hajmi va investitsiyalar likvidiligi ko'paytmasi)} - PI \text{ (investitsiyalarning bozor narxi va iqtisodiyot uchun zarur bo'lgan investitsiyalar hajmi ko'paytmasi)}$$

qatnashchilarning transparentlilik darajasiga ($A(T)^Q$) ekvivalent bo'ladi, ya'ni qatnashchilarning transparentlilik yuqori bo'lganda, investitsion faollikni ham yuqori bo'lishini kuzatish mumkin.

Agar bunday tenglik ta'minlangan bo'lsa, unda mamlakat moliya bozoridagi investitsion muhit adekvat ravishda yuqori quvvatga ega hisoblanadi.

Informatsiyani ochib berish jarayoni (informatsiya ixtiyoriylikmi yoki majburiy tarzda ochib berilishidan qat'iy nazar) o'z ichiga quyidagi informatsiya manbalari va turlarini oladi¹²⁶:

	<i>Birlamchi bozor</i>	<i>Ikkilamchi bozor</i>
<i>Emitentlar</i>	Emissiya propektlari, moliyaviy hisobotlar, qimmatli qog'ozlar chiqarish to'g'risidagi ma'lumotlar, informatsion memorandumlar.	Moliyaviy hisobotlar, emitentning o'z faoliyati, mulki tuzilishi va boshqarilishi, chiqarilgan qimmatli qog'ozlari to'g'risidagi hisobot, diqqatga moyil faktlar to'g'risidagi informatsiya, aksiyadorlar umumiy yig'ilishida ovoz berish huquqiga ishonchnoma olish uchun murojaat qilinishi chog'ida maxsus ochib beriladigan informatsiya.
<i>Insayderlar*</i>	Insayderlarning qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiyalari to'g'risidagi ma'lumotlar.	
<i>Professional qatnashchilar</i>	Mijozlariga taqdim etiladigan hisobotlar; faoliyati bo'yicha moliyaviy va boshqa turdagi hisobot; moliyaviy mahsulotlarni sotish chog'ida ochib beriladigan, risklar va mijozlar istak-xohishlariga to'g'ri	

¹²⁶ A.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстициформ», 2003.-6.51-54. Izzoh: *- xizmati doirasidagi va boshqalarga ma'lum bo'lmagan informatsiyaga ega bo'lgan shaxslar.

	kelishi va h.k. to'g'risidagi informatsiya; emitent sifatida ochib beriladigan informatsiya.
Savdo tizimlari (jumladan, birjalar)	Sodir etilgan operatsiya lar hajmi va narxlari, bozor tuzilmasi va tashkillashtirilishi, tovarlar to'g'risidagi informatsiya; moliyaviy-xo'jalik faoliyat to'g'risidagi informatsiya; birja mahsulotlari sotilishi chog'ida ochib beriladigan informatsiya; emitent sifatida ochib beriladigan informatsiya (agar birja aksiyalari listinga ega bo'lsa).
Regulyatorlar	Statistik informatsiya; emitentlar, professional qatnashchilar va bozorda sodir etilgan operatsiyalar to'g'risidagi barcha uchun ochib beriladigan informatsiya.

Jahonda eng ko'p qo'llaniladigan statistik informatsiya manbalari quyidagilar hisoblanadi:

Tashkilot	Internet-sayti	Mazmuni
Birjalarning umumjahon Federasiyasi (WFE)	www.world-exchanges.org	Jahonning ko'pchilik bir-jalari bo'yicha statistika
Xalqaro valyuta fondi	www.imf.org	Har oylik xalqaro moliyaviy statistika, har yillik xalqaro fond birjalari statistikasi,
Jahon banki	www.worldbank.org	Yillik to'plam (mamlakatlar bo'yicha indikatorlar)
Xalqaro hisob-kitoblar banki (BIS)	www.bis.org	Har chorakda chiqadigan spravochnik (xalqaro va milliy bozorlar holatini ifodalovchi, emitentlar bo'yicha)
Morgan Stanley Capital International	www.msci.com	Mamlakatlar bo'yicha MSCI fond indeklari kolleksiyasi
Iqtisodiy hamkorlik va rivojlanish tash-kiloti (OECD)	www1.oecd.org/dac/debt/	Mamlakatlar bo'yicha tashqi qarzlar to'g'risidagi informatsiya bazasi
Standard&Poor's	www.spglobal.com	Rivojlanayotgan bozorlar va fond indeklari to'g'risidagi informatsiyalar

Informatsion transparentlikni ta'minlashning jahon amaliyotidan kelib chiqqan holda aytish mumkinki, informatsiyani ochib berilishi samaradorilini oshirish uchun ikki pog'onali transparentlikka erishish maqsadga muvofiq. Birinchi pog'onasida (quyi) har bir qatnashchi to'g'risida majburiy va ixtiyoriy (lekin ular uchun zaruriy) hisobot va informatsiyalar qonunchilik hujjatlari bilan belgilangan tarzda, usullarda, shakllarda, sifat darajasida ochib beriladi. Ikkinchi pog'onada esa bozor holati va tendentsiyalari, indekslar (3.2-paragrafqa qaralsin), muhim makroindikatorlar (3.1-paragrafqa qaralsin) to'g'risidagi iformatsiya ochib beriladi. Bunda har ikkala pog'onada ochib berilgan informatsiyalar o'zaro ekvivalent bo'lishiga intilish lozim.

Jahon va O'zbekiston amaliyoti bo'yicha moliya bozorida hisobotlar va informatsiyalar mexanizmi va tizimi to'g'risida batafsil ma'lumotlarni tegishli mavjud o'quv adabiyotlardan o'rganish tavsiya etiladi.

Savollar

1. Moliya bozori transparentligi tushunchasining mazmuni nimadan iborat?
2. Transparentlikning maqsadi, usullari va shakllari nimadan iborat?
3. Moliya bozori qatnashchilarining transparentlik darajasi qanday baholanadi?
4. Investirlarning faollik darajasi qanday baholanadi?
5. Transparentlikka informatsiyalarning qanday manbalari va turlari kiradi?
6. Fond bozori transparentligini oshirish uchun qanday takliflaringiz bor?
7. Tijorat banklari transparentligini oshirish uchun qanday takliflaringiz bor?

Topshiriqlar

1. Moliya bozori transparentligi to'g'risida analitik obzor tayyorlang.
2. Konkret tijorat bankining transparentlik darajasini baholang.
3. Aksiyalar bozorida investirlarning faollik darajasini baholang.
4. Bank depozitlari bozorida investirlarning faollik darajasini baholang.
5. Horijiy investirlarning faollik darajasini baholang.
6. Terminlar lug'atini tuzing.

9.7. O'zbekistonda moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish mexanizmlari

Moliya bozori modeli va tartiblashtirish tizimi bilan bog'liq ba'zi muhim masalalar

O'zbekiston moliya bozorini tartiblashtirish tizimi 9.3-paragrafda keltirilgan birinchi turkum modeliga kiradi. Uning xususiyati shundaki, unda hozircha na banklarning, na moliya institutlarining (investitsiya institutlari, sug'urta tashkilotlari, fondlar), na institutsional investorlarning, na mayda chakana investorlarning alohida ustunligi kuzatilmaydi. Alohida segmentlarga (pul, valyutalar, korporativ va davlat qimmatli qog'ozlari, sug'urta instrumentlari, kredit va banklarning boshqa instrumentlari bozorlariga) ega bo'lib, ular hozirda bir-biri bilan to'liq bog'liq emas va har biri turli vakolatli davlat organlar tomonidan alohida tartiblashtiriladi (muvofiqlashtiriladi va nazorat qilinadi).

Moliya bozorini tartiblashtirish modeli anglo-sakson va kontinental modellari elementlarni o'z ichiga oluvchi gibridd modelga asoslangan.

Moliya bozorida aksiyadorlik kompaniyalari korporativ boshqaruv tizimi anglo-sakson («investorlik») modelidan farqli kontinental (Germaniyadagiga o'xshash «insayderlik» yoki «ikki pog'onali») modelga asoslanganligi (3.4-paragrafqa qaralsin) va ichki nodavlat investitsiyalar hajmini kamligi, xususiylashtirish mexanizmi kam samarali bo'lgani va regulyatorlarning ko'p sonliligi, banklar, sug'urta tashkilotlari va byudjetdan tashqari fondlarning etarlicha investitsion samara bilan ishlamayotgani sababli, barcha o'tish iqtisodiyotiga mansub mamlakatlar singari ma'lum darajada muammolar kelib chiqmoqda:

1. Minoritar aksiyadorlar ulushlari kamayishi hisobiga yirik aksiyadorlar paydo bo'lishi, natijada investitsiyalar sifatidagi moliyaviy resurslar jalb qilinishi susayishi kuzatilmoqda. Chunki yirik investorlar korporativ manfaatlari ila kompaniyalarda ustuvor mavqeni egallab, tashqi portfel investitsiyalar oqimiga to'sqinlik qiladilar, bu esa yangi emissiyalarga (ayniqsa *IPO* mexanizmini joriy qilinishini) yo'l bermaydi, listing darajasidan uzoqlashtiradi, qimmatli qog'ozlarning ochiq birlamchi va davomiy uzluksiz ikkilamchi bozori rivojiga salbiy ta'sir ko'rsatadi. Bunda aytish joizki, ko'pchilik ichki strategik investorlar aksiyalarini yirik paketlari doirasida kompaniyalariga uzoq muddatli qo'shimcha investitsiyalarni yo'naltirishni ko'pdan

xohlamaydilar, balki iloji boricha kompaniyaning ichki rezervlari hisobiga o'zlarining sarflagan kapitallari qaytimiga qiziqadilar, bu esa kompaniyaning kapitalizatsiya darajasini keskin pasaytirib, modernizatsiyalashtirish va investitsiyalarga muhtojligini keskin oshiradi. Tashqi yirik strategik investorlar esa o'zlariga tobe bo'lgan kompaniyani uzoq muddatli strategik reja va manfaatlari ili ikkilamchi bozorga chiqarishga moyil bo'lmaydilar.

2. Bank tizimi modeli anglo-sakson modelidan farqli ko'proq Germaniyadagiga o'xshash modelga asoslanganligi banklarni moliya bozorlarida to'liq qonli investision va kredit operatsiyalarning tashabbuskori va katalizatori sifatida faollik qilishiga to'sqinlik qilmoqda. Banklar uchun aksiyalar bozori yuqori riskli bo'lgani va kompaniyalarning korporativ boshqaruvida ishtirok etishga moyil bo'lmaganliklari (nazorat paketi bo'lmaganligi va ularning asosiy faoliyatleri doirasidan tashqari bo'lganligi) uchun portfel investitsiyalarga kam moyil bo'ladilar. Bundan tashqari banklarning resurslari, kapitalizatsiya darajasi va marjasi nisbatan kamligi sezilmoqda.

3. Sug'urta tizimi hali yahshi rivojlanmaganligi va investision resurslari kamligi, hamda fond bozorida to'g'ridan to'g'ri portfel investitsiyalar bilan shug'ullanmaganligi sabali, ular na korporativ boshqaruv tizimida, na birlamchi va ikkilamchi bozorlarda faolligi sezilmayapti.

4. Byudjetdan tashqari fondlar faqat davlat qimmatli qog'ozlariga investitsiyalar qilish bilan cheklanganlar, aksiyalar bozori ular uchun bir muncha riskli.

5. Investitsiya institutlari, ayniqsa investitsiya fondlari va kompaniyalarning investision resurslari hajmi va menejmenti sifati juda past, ular asosan xususiyalashtirish mexanizmi omili ta'siri ostida qolganlar.

6. Nisbatan ko'p vaqt davomida xususiyashtirilgan kompaniyalarda davlatning ixtiyorida aksiyalarning yirik paketlari turib qolganligi va ularda korporativ boshqaruv va menejment (moliyaviy, administrativ va strategik) tizimi samarasiz qolganligi (unda asosan davlatning ishonchli vakillari sifatida davlat organlari xizmatchilari va ishonchli boshqaruvchi kompaniyalar davlat nomidan qatnashganlari samarasiz bo'lganligi), natijada restrukturizatsiya samarasiz amalga oshirilib, modernizatsiya qilinmay moliyaviy ahvoli borgan sari yomonlashib borganligi sababli, davlat resurslarining ko'p qismi strategik va

spekulyativ portfel investorlarga sotilishi qiyin bo'lib kelmoqda, sotilsa ham yirik investorlarga ketmoqda, natijada salbiy holatlar yuzaga kelmoqda. Bunda banklar va boshqa moliya institutlarining investitsion faolligi sezilmay kelmoqda, xususiylashtirish organi esa hozirda ko'p mamlakatlarda samara berayotgan *IPO* mexanizmini qo'llash asosida davlat resurslarini samarali joylashtirishni joriy qilmayaptilar.

7. Xususiy mulkchilik tizimi va unga tayangan biznes yaxshi rivojlanmay sustligicha qolmoqda. Bunda Ernando de Soto xulosa va ta'kidlari o'z tasdig'ini topmoqda¹²⁷.

8. Kompaniyalarning bazaviy qimmatli qog'ozlari jabbdor va tovar bozorida raqobatbardosh bo'lmaganligi, davomiy uzluksiz barqaror ikkilamchi (spekulyativ) bozor yo'qligi sababli, bazisli qimmatli qog'ozlar (derivativlar) bozori shakllanishiga yo'l bermayapti.

9. Banklar va turli kompaniyalarda emission, dividend va investitsion siyosatlarini menejmentining uyg'unlikdagi optimal balansiga erishish masalasiga ahamiyat berilmasdan kelinmoqda, natijada ular ichki va tashqi resurslarni samarali jalb qila olmayaptilar.

10. Davlat regulyativ institutlarining ko'p sonligi va tartiblashtirish mexanizmlari bir-birlari bilan bir muncha nomutanosiblikda bo'lganligi (ularni uyg'unlikda birlashtiradigan bir butun yagona umummilliy makroregulyator yo'qligi) sababli, moliya bozori umuman olganda iqtisodiyotdagi o'z funktsiyasini to'liq va samarali borishi qiyin kechmoqda, bunda esa bozor qatnashchilari o'z vazifalarini bajarishga to'liq qodir bo'lmaganicha qolmoqdalar.

11. Davlat qimmatli qog'ozlari turlari va hajmi nisbatan kamligi, ular bilan bog'liq operatsiya larning sustligi, Markaziy bankning ochiq moliya bozorlaridagi operatsiyalari sezilarli emasligi moliya bozorini rivojlanishiga to'sqinlik qilmoqda. Bundan tashqari mahalliy hokimiyatlar tomonidan munitsipal obligatsiyalar chiqarilmasligi qo'shimcha investitsion resurslar manbasidan foydalanmaslikka olib kelmoqda.

12. Ipoteka va lizing bozorlari eetarlicha shakllanmagan. Hanuzgacha eksport lizingi va ipotekaviy qimmatli qog'ozlari, veksellar va mavjudlaridan boshqa turdagi qimmatli qog'ozlar yo'q. Aktivlar sek'yuritizatsiyasi mavjud emas. Moliya injeneriyasi va uning innovatsion mahsulotlari faol yaratilmayapti va h.k.

¹²⁷ Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.

13. Mamlakatda birjalar va birjadan tashqari elektron savdo tizimlarining nisbatan ko'pligi oborot hajmlari kamligi, ularning barchasini tijorat tashkilotlari ekanligi, mos ravishda hisob yuritish, savdo va hisob-kitoblar o'tkazish bo'yicha tegishli institutlar xizmatidan foydalanuvchi qatnashchilarning transaksion harajatlari miqdori ko'pligi, va o'zini o'zi muvofiqlashtirish mexanizmiga asoslanmaganligi moliya bozorini maydalanishiga va samaradorligini pasayishiga olib kelmoqda. Umuman olganda, hisob yuritish, savdo va hisob-kitoblar o'tkazish tizimi mukammal emas.

14. Davlat kompaniyalarning korporativ boshqaruvi siyosatida ikki tomonlama ishtirok etmoqda:

1) zaruratga qarab korporativ siyosatning huquqiy bazasini yaratish va takomillashtirish hamda qonun hujjatlari normalariga rioya qilinishni nazorat qilish yo'li bilan qatnashmoqda. Bu yo'l korporativ siyosat modelini shakllantirishda ko'pincha investorlar uchun qimmat bo'lgan davlatning amaliy-eksperimental evolyuzionizmini keltirib chiqaradi;

2) Ustav fondida Davlat aksiyalari ulushiga ega bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ siyosatida ushbu jamiyatlarni boshqarish organlaridagi o'z vakillari orqali to'g'ridan-to'g'ri ishtirok etish. Bunda uchta variant qo'llanilmoqda: davlat xizmatchilari ichidan vakillarni saylash (tayinlash), ishonchli boshqaruvchiga topshirish, davlat xoldinglari orqali boshqarish (Italiyacha model). Bu holat kompaniyani davlat siyosatiga to'liq bog'liq qilib qo'yadi, kompaniyaning korporativ siyosatida ishtirok etuvchi xususiy sektordan bo'lgan manfaatdor shaxslar (investorlar, sheriklar va kreditorlar) ikkinchi darajalilar qatoriga o'tadilar va ularning investision faolligi susayadi. Shu bilan birga, aksiyadorlarning korporativ boshqaruvda maxfiy ishtiroki ta'minlanmagan.

15. Yuqoridagilar va boshqa sabablarning barchasi mamlakatda kollektiv investorlar institutlarini investitsion jarayonda sezilarli emasligiga, aksincha yirik deyarli samarasiz bo'lgan investorlarning salmog'ini keskin oshib ketishiga olib kelmoqda.

Jahon amaliyotiga binoan (3.3, 3.4, 9.1-9.6-pragraflarga qaralsin) sanab o'tilgan muammolarning 10-bandida keltirilgani moliya bozori rivojlanishiga (3.4-paragrafda aytilganlarni hisobga olinsa) ayniqsa katta ta'sir ko'rsatadi.

Moliya bozori qatnashchilarining faolligi sust, muomaladagi moliyaviy instrumentlarining turi kam, riskliligi va volatillik darajasi baland, kapitalizatsiyasi va likvidliligi past, hajmi kam, oboroti sekin,

tartiblashtirish mexanizmi takomil emas va h.k. Bularning barchasi vaqtinchalik holat bo'lib, kelajakda boshqa rivojlanayotgan mamlakatlarning moliya bozorlari singari raqobatbardoshlik darajasiga erishishi muqarrar.

Aytish mumkinki, o'rta va o'rta muddatda O'zbekiston moliya bozorining omillarning ijobiy ta'siri sharoitida keskin rivojlanishini bashorat qilsa bo'ladi. Buning uchun unda barcha imkoniyatlar mavjud.

Moliya bozorining regulyativ infratuzilmasi

Moliya bozorining regulyativ infratuzilmasi institutlariga quyidagi davlat organlari kiradi va ular qonunchilik bilan birlashtirilgan tegishli vakolatlarga ega.

Asosiy organlarga Markaziy bank, Moliya vazirligi, Davlat mulkini boshqarish Qo'mitasi huzuridagi qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini muvofiqlashtirish va nazorat qilish Markazi (quyida qisqacha Markaz deb yuritamiz) kiradi. Moliya bozorida antimonopol siyosatni ko'rsatib o'tilgan organlar bilan birgalikda monopoliyadan chiqari, raqobatni rivojlantirish va tadbirkorlikni qo'llab-quvvatlash Davlat Qo'mitasi amalga oshiradi. Moliya bozoriga ta'sir ko'rsatuvchi fiskal siyosatni esa Moliya vazirligi, Davlat soliq Qo'mitasi va Davlat bojxona Qo'mitasi birgalikda olib boradi. Moliya bozoriga oid tashqi iqtisodiy faoliyat bilan bog'liq masalalarni O'zbekiston Respublikasi tashqi iqtisodiy faoliyat vazirligi (Agentligi) iqtisodiyot vazirligi birgalikda amalga oshiradi. Milliy moliya bozorining bank kapitali, pul va valyuta bozorlarini Markaziy bank va Moliya vazirligi, sug'urta bozorini O'zdavsug'urtanazorat, korporativ qimmatli qog'ozlar bozorini Markaz, davlat qimmatli qog'ozlar bozorini Moliya vazirligi va Markaziy bank tartiblashtiradi. Bu institutlarni har biri alohida davlat organi sifatida barchasi milliy bozorining bir butun davlat tartiblashtirish tizimini tashkil qiladi.

Ko'rinib turibdiki, moliya bozori hozirda (toki tegishli O'O'M tashkilotlar ochilmagunicha) bir vaqtning o'zida bir nechta davlat organlari tomonidan tartiblashtiriladi.

Aytish joizki, O'zbekistonda fond bozorini tartiblashtirish tizimiga o'zini o'zi muvofiqlashtirish (O'O'M) tashkilotlar ham kiritilgan. Bu bilan qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirish modeli uzoq kelajakda anglo-sakson va yaqin muddatda Rossiya modellariga yaqinlashadi.

Yuqorida sanab o'tilgan davlat institutlari moliya bozorining umumiy regulyativ infratuzilmasini tashkil etib, ularning har biri o'ziga xos regulyativ funksiyalarni bajaradi, ya'ni ular o'z vakolatlari va

sohasi maqsad-manfaatlari doirasida moliya bozori qatnashchilari faoliyatini tartiblashtirishda bir vaqtning o'zida ham nazorat va ham qonuniy tartib-qoidalarni o'rnatuvchi davlat organlari funksiyasini bajaradi. Bu esa ko'pincha ular tomonidan regulyativ me'yorlar va nazoratiy harakatlarni amalga oshirilishi chog'ida nomutanosibliklar va qarama-qarshiliklarni keltirib chiqarmoqda. Boshqacha qilib aytilsa, davlat regulyativ organlarining faoliyatlari bir-birlari bilan moslashtirilmaganligi, unifikatsiyalashtirilmaganligi, uyg'unlashtirilmaganligi, umuman bir butun samarali regulyativ tizimga keltirilmaganligi moliya bozorini tartiblashtirish mexanizmida sezilarli bo'lmoqda. Bu haqda O'zbekiston Respublikasi Prezidenti ko'p marotaba tegishli ma'ruzaviy chiqishlari, farmonlari va qarorlarida ta'kidlab o'tgan¹²⁸.

Savollar

1. O'zbekiston moliya bozorini tartiblashtirish xususiyatlari va modeli qanday?
2. O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorini tartiblashtirishning qanday muammolari mavjud?

Topshiriqlar

1. O'zbekiston moliya bozorini tartiblashtirish mexanizmi to'g'risida analitik obzor tayyorlang.
2. Terminlar lug'atini tuzing.

¹²⁸ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Qarori «Qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida», 2006 yil №PP-475

X bob. JAHON MOLIYA BOZORINING ZAMONAVIY TENDENSIYALARI VA MUAMMOLARI

10.1. Jahon moliya bozorining rivojlanish tendentsiyalari va muammolari

Jahon moliya bozorini xalqaro miqyosda globallashtgan bozor deb tavsiflash mumkin. Jahon moliya bozori moliyaviy globallashtuv jarayoni mahsuli bo'lib, industrial mamlakatlarni umumjahon miqyosda iqtisodiy samaradorligini keskin oshirdi. Lekin bu jarayon rivojlanayotgan mamlakatlar rivojiga ijobiy ta'sirdan ko'ra ko'proq salbiy ta'sir ko'rsatishi hozirda barchaga ayon bo'lib qoldi. Buning sababi rivojlanayotgan mamlakatlar iqtisodiyoti industrial davlatlar iqtisodiyotiga ko'pdan bog'liqligida deb bilish mumkin. Ammo bunga qaramasdan rivojlanayotgan mamlakatlar iloji boricha moliyaviy globallashtuvning ijobiy taraflarini o'zlarida joriy qilishni tinmay davom ettirmoqdalar (quyidagi 10.1.1-jadvalga qaralsin). Bunga misol: Markaziy va Sharqiy Yevropa mamlakatlari (MShYe), Rossiya, Qozog'iston, Ukraina, Latviya, Litva, Estoniya, Xitoy, Indoneziya, Malayziya, Singapur, Koreya, JAR, Braziliya, Chili, Argentina, Hindiston va h.k. davlatlari. Bu mamlakatlarning borgan sari jahon moliya bozoridagi salmog'i (3.1-paragrafda keltirilgan umumiy indikatorlar bo'yicha) oshib bormoqda, moliyaviy globallashtuv jarayonlariga qo'shilishi tezlashmoqda, natijada iqtisodiy samaradorligi sezilarli ortmoqda. Bunday tendentsiyalarni 1- va 2-ilovalarda ko'rish mumkin.

Moliyaviy globallashtuv sharoitida moliya bozorlarini rivojlanishi uzoq kelajakda dunyoning istalgan joyidan va vaqtda ishtirok etish imkonini beruvchi xalqaro elektron birjani vujudga kelishini (hisob-kitob markazi va markaziy depozitariy bilan kompleksda) tahmin qilish mumkin. Lekin yaqin kelajakda bunday elektron birja bilan birga fond birjalari ham parallel faoliyat yuritib rivojlanishi aniq. Bunga xalqaro o'ttizlik guruhining 20-ta tavsiyasi asos bo'la oladi (3.3-, 6.5-, 7.1-paragraflarga qaralsin).

Globallashuv effektlari (MShYe mamlakatlari misolida)

Salbiy holatlar	Ijobiy effektlar
<p>1. Moliya bozori tartiblashtirishga oid qonunlarni moslashtirish bilan bog'liq qisqa muddatli harajatlar.</p> <p>2. Mahalliy investorlarning ishonchini qozonish bilan bog'liq qiyinchiliklar.</p> <p>3. Moliya bozori qatnashchilarini moslashuvi bilan bog'liq qiyinchiliklar.</p> <p>4. Emitentlarning o'z aksiyalari kursi va likvidiligidini fond bozorida ta'minlash bo'yicha qo'shimcha harakatlar va harajatlar.</p> <p>5. Mahalliy professional institutlarning raqobatbardoshlilikni ushlab turishlari bo'yicha qo'shimcha harakat va harajatlar.</p> <p>6. Tartiblashtiruvchi institutlarning bozorni barqarorlashtirish bo'yicha qo'shimcha nazorat harakatlari va harajatlari.</p> <p>7. Moliyaviy globallashuvning salbiy taraflarini ta'siri:</p> <ul style="list-style-type: none"> - rivojlangan va MShYe mamlakatlari o'rtasida asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlar bo'yicha nomutanosibliklar; - MShYe mamlakatlari ichida aholining turli qatlamlari orasida daromadlar differentsiatsiyasini kuchayishi; - moliya bozorini egiluvchan moslashuvini ortishi va kapitalni tashqariga chiqib ketishi riskini ortishi; - tashqi omillarga ta'sirchan bo'lish. 	<p>1. Moliya bozori bo'yicha takomillashgan globallashuv talab-lariga javob beruvchi qonunlar.</p> <p>2. Investorlarning umumiyevropa moliya bozori miqyosida himoyalanganligi.</p> <p>3. Xorijiy investorlarga nisbatan regulyativ to'siqlarni kamayishi.</p> <p>4. Kompaniyalarda menejmentni, moliyaviy holatni va korporativ boshqaruvni yaxshilanishi.</p> <p>5. Moliya institutlarining malakasi darajasini oshishi.</p> <p>6. Moliya bozorini barqarorlashuvi.</p> <p>7. Moliyaviy globallashuvning ijobiy taraflariga ega bo'lish, xususan:</p> <ul style="list-style-type: none"> - moliya va boshqa sohalarda innovatsiyalarni rivojlanishi; - xalqaro bozorlarga oson chiqish va ular orqali tashqi investitsiyalarni jalb qilish; - MShYe mamlakatlari integratsiyalashuvi, umumiyevropa moliya, informatsion va h.k. tizimlarga kirish. - moliyaviy resurslar hajmini ortishi, kompaniyalar biznesi salmog'ini keskin ko'tarilishi.

Hozirda jahon moliya bozorlaridagi qimmatli qog'ozlarning oboroti xalqaro tovar aylanmasi (oboroti) hajmidan 60-70 barobar ko'p, bu ko'rsatkichning borgan sari ortib borishi tendentsiyasini kuzatish mumkin. Bunda xalqaro (xorijiy) portfel investitsiyalarining salmog'i bevosita (to'g'ridan to'g'ri), investitsiyalar va xalqaro kreditlar hajmidan sezilarli katta bo'lib, bunga moliya bozorlarining iqtisodiyotdagi rolini

oshib borishi (1.1-paragrafqa qaralsin), sek'yuritizatsiya jarayonlari va moliya injiniringini tez sur'atlar bilan rivojlanishi sabab bo'lmoqda.

1-ilovada keltirilgan ma'lumotlarni tahlili quyidagilarni ko'rsatadi:

- moliya bozorlarini o'ta notekis rivojlanishi, raqobatni kuchliligi, alohida mamlakatlar ulushlarini barqarormasligi. Industrial va rivojlanayotgan davlatlar va ularning moliya bozorlarini yillik kapitalizatsiya darajasini keskin farqlanishi;

- uzoq muddatli tendentsiyalar doirasida (10-15 yil oralog'ida), masalan, shu davr davomida Frantsiya, Ispaniya, Gonkong, Indoneziya, Xitoy, Turkiya, Meksika, Hindiston, Rossiya kabi davlatlar o'z salmog'ini tez oshirgan. Bir qator rivojlangan davlatlarda (Shveytsariya, Germaniya, AQSh) va ba'zi rivojlanayotgan mamlakatlarda (Braziliya, Hindiston) aksiyalar bozori rivoji sur'atlari barqaror oshib borgan. Aksincha 1990 yillarning o'rtasida bir qator mamlakatlar (Yaponiya, Kanada, Tayvan, Koreya, Malayziya) investitsion resurslarni jalb qilish borasida o'z o'rinlarini berib qo'rganlar;

- unchalik katta bo'lmagan bozorlarning (1990-1996, 1999, 2005-2009 yillarda – osiyo bozorlari) tez rivojlanishi (masalan, Xitoy, Indoneziya), agarda bunday rivojlanish milliy iqtisodiyotni o'sishi bilan ta'minlangan bo'lsa;

- qisqa muddatli effektlar – masalan, Ispaniya va Gonkongda (1993 y.), Turkiyada (1999 y.) kapitalizatsiya hajmini o'ta tez o'sishi, Malayziyada (1993-1997 yy.) bozorni tebranishlari, AQShda (1996 - 1999 yy., 2002-2009 yy.), Tayvanda va Koreyada (1990 yillar boshida va 2000-chi yillarda) bozor hajmini tez ortishi;

- bozorlar va ularning guruhleri bir-birlari bilan raqobatlashib qarama-qarshi dinamikaga ega bo'lishi mumkin (investorlarni 1997-1998 yy. ohirida rivojlanayotgan bozorlardan borgan sari rivojlangan bozorlarga ketishi). Bunda raqobatning regional aspekti ham muhim ahamiyatga ega, masalan, 1997-1998 yy. MShYe mamlakatlari bozorlariga Osiyo va Lotin Amerika bozorlariga qaraganda inqiroz kamroq ta'sir ko'rsatgan. Rivojlangan bozorlarning risklari va volatilligi rivojlanayotgan bozorlarnikiga qaraganda ancha kamligini kuzatish mumkin (buni 1997-1998 yy. va 2008-2009 yy. bozor riski amaliyotida ko'rish mumkin).

Yuqorida keltirilgan tendentsiyalar negizida bir qator muammolar mavjudligini ko'rish mumkin. Masalan, moliya bozorlari modellarining keskin farqlanishi (3.3-, 9.1-, 9.3-9.5-paragraflarga qaralsin), moliyaviy globallashuv jarayonlarini turli mamlakatlarda har xil kechishi, tashqi va

ichki fundamental omillarning har xil mamlakatlarda turlicha ta'siri, mamlakatlar o'rtasida bozor risklarining turlicha taqsimlanishi, jahon miqyosida iqtisodiy o'sishni pasayishi (1-ilovaga qaralsin) va h.k. Ushbu tendentsiyalar doirasida jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi, uning sabab va oqibatlari hamda saboqlarni ko'rib chiqmasdan iloji yo'q.

Avval ba'zi asosiy tushunchalarni aniqlashtiramiz.

Inqiroz – bu kutilmagan darajada jamiyatning barcha jabhalariga zarar keltiradigan va yangicha faoliyat yuritishga undaydigan siyosiy, ijtimoiy, iqtisodiy voqelikdir.

Iqtisodiy inqiroz – bu iqtisodiyotning davriy tbranishlaridagi o'zgarishi bo'lib, tovar va xizmatlarga bo'lgan yalpi talab va taklif o'rtasidagi nomutanosiblik, makroiqtisodiy muvozanatning buzilishi oqibatida vujudga keluvchi voqelik.

Moliyaviy inqiroz – bu moliyaviy nobarqarorlik (beqarorlik) jarayon (voqelik) bo'lib, uning davomida ijtimoiy keckinlik, siyosiy risklar rivojlanishi, iqtisodiy pasayish va vaqtinchalik inqiroziy hodisalar ustidan nazoratni yo'qotilishi yuzaga keladi. Shu bilan bir vaqtda, jamiyatning kelajakdagi ijtimoiy-iqtisodiy va siyosiy rivojlanishiga asos solinishiga undaydigan voqelik.

Retssessiya – bu iqtisodiy yuksalishning cho'qqi nuqtasidan keyingi fazadagi jarayon bo'lib, u ishlab chiqarishni, iqtisodiyotda o'sish sur'atlarini, birja indekslarining ommaviy pasayishi hamda ishsizlik darajasining oshishini xarakterlaydi.

Hozirda barcha mamlakatlar yaxlit g'loballashgan jahon iqtisodiyotini tashkil etganligi¹²⁹ jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi (JMII) ularning barchasiga ta'sir etmasdan qolmadi. Ushbu inqirozning ta'siri birinchi navbatda jahon moliya-kredit tizimida (MKT) va keyin tezda jahon iqtisodiyotining real sektorida retsessiya ko'rinishida namoyon bo'ldi. Jahon MKT va iqtisodiyotining real sektoridagi inqiroziy o'zgarishlar darhol jahon moliya bozorida, ayiniqsa qommatli qog'ozlar bozorida (ya'ni undagi qimmatli qog'ozlar kurslarining keskin tushib ketishida), o'z aksini topdi. O'z-o'zidan ma'lum bo'ladiki, JMII va shu bilan birga avval bo'lib o'tgan moliyaviy inqirozlarning ham sabab va oqibatlarini, undan saboqlar olish nafaqat O'zbekiston uchun, balki dunyoning barcha mamlakatlari uchun ham ahamiyatli. Bunda JMII tabiati va xarakterini kengroq va chuqurroq idrok etish uchun undan avval bo'lib o'tgan e'tiborga moyil moliyaviy inqirozlarni 100 yildan

¹²⁹ Мировая экономика. Глобальные тенденции за 100 лет/Под ред. И.С.Королева. -М.: Экономика, 2003.- с.45.

ortiq muddat chuqurligida tahliliy o'rganish maqsadga muvofiq. Sodir bo'lgan moliyaviy inqirozlarning xronologik tarzda tizimlashtirilgan sabab va oqibatlari 10.1.2-jadvalda¹³⁰ keltirilgan.¹³¹

10.1.2-jadval.

Asosiy moliyaviy inqirozlarning xronologiyasi, sabablari va oqibati

Yillar	Sabablari	Oqibati
<i>Buyuk Britaniya</i>		
1909-1920	Birinchi jahon urushi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 49,2%
1928-1931	Buyuk depressiya	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 60,3%
1936-1940	Ipoteka krediti hisobiga uy-joy qurishni haddan tashqari qizib ketishi, jahon urushi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 50,1%
1944-1949	Jahon urushi va urushdan keyingi pasayishlar	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 31,2%
1968-1970	Bretton-Vud tizimini tarqalishi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 18,9%
1971-1974	Neft shoki	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 69,3%
1975-1976	Funt-sterling inqirozi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 19,1%
1980-1982	M.Tetcherning iqtisodiy inqilobi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 11,4%
2000-2002	Informatsion texnologiyalarning haddan tashqari havoyi rivojlanishi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 24,8%
2007	Aktivlar sek'yuritizatsiyasi va ipotekasi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 23,4%
2007-2010	«Domino» effekti bo'yicha moliya-kredit sohasining tizimli buzulishi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 60-65%
<i>Amerika Qo'shma Shtatlari</i>		
1919-1921	Quolsizlanish, deflyatsiya	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 22,0%
1929-1932	Buyuk depressiya, qarzdorlik manbalari hisobiga moliyalashtirish va marjali savdo bo'yicha «ko'pik»	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 73,4%
1936-1938	Qattiq pul siyosati	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 25,7%
1939-1942	Ikkinchi jahon urushi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 28,1%
1946-1949	Urushdan keyingi pasayish	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 10,8%
1968-1970	Bretton-Vud tizimini tarqalishi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 15,7%
1972-1979	Energiya inqirozi, Neftga talab va qiziqishning haddan tashqari oshib ketishi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 24,1% (1,0%)

¹³⁰ Muallif tomonidan Jahon banki, Xalqaro valuta fondi (XVF), Jahon birjalari federatsiyasi (WFE), OECD, Standard & Poors, BIS (Bank International Settlement) ma'lumotlari asosida tuzilgan.

¹³¹ Masalan, XVF faqat 1975-1997 yillarning oralig'ida (Bretton Vud bitimi bekor bo'lganidan keyin) 50-dan ortiq mamlakatda 150-dan ziyod valuta va 54 bank qarzlari bilan bog'liq inqirozlarni qayd etdi (Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability.-Wash.:IMF, 1998).

2000-2002	Informatsion texnologiyalarning haddan tashqari havoiy rivojlanishi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 27,7%
2007	Aktivlar sek'yuritizatsiyasi va ipotekasi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 21,2%
2007-2010	«Domino» effekti bo'yicha moliya-kredit sohasining tizimli buzulishi	Aksiyalar narxlarining pasayishi - 60-65%
Sharqiy Osiyo va Okeaniya (Avstraliya, Gonkong, Yaponiya, Janubiy Koreya, Malayziya, Indoneziya, Singapur, Tailand)		
1997-1999	Valyuta bozoridagi spekulativ hujum, valyuta va aksiyalar bozorida ikkiyoqlama o'yin, offshor treyding	Bu mamlakatlarda bank-moliya tizimining qulashi, kapitalning mamlakatdan chiqib ketishi, iqtisodiy o'sishni pasayishi
2008-2010	«Domino» effekti bo'yicha rivojlangan mamlakatlarga bog'liq holda moliya-kredit sohasining tizimli buzulishi va beqarorligi	Moliya bozori kon'yunkturasining keskin qulashi (jahon bozori bilan sinxron ravishda)
Turkiya		
1994	Qimmatli qog'ozlar bozori va valyuta inqirozi bilan kuzatiluvchi davlat qarzlarning inqirozi	Narxlarning keskin oshishi, korporativ sektorga solinadigan birmarotablik soliq, davlat xarajatlarning qisqartirilishi, davlat qarzlarning restrukturalizatsiyalanishi
2000-2002	valyuta va bank inqirozi	Iqtisodiy pasayish, valyutani kuchsizlanishi, inflyatsiyaning ko'tarilishi, kapitalning mamlakatdan chiqib ketishi, davlat qarzlarning o'sishi va byudjet defitsiti
2008-2010	«Domino» effekti bo'yicha rivojlangan mamlakatlarga bog'liq holda moliya-kredit sohasining tizimli buzulishi va beqarorligi	Moliya bozori kon'yunkturasining keskin qulashi (jahon bozori bilan sinxron ravishda)
Janubiy Afrika Respublikasi		
1998	Valyuta inqiroziga aylangan obligatsiyalar bozoridagi inqiroz	Milliy valyuta va obligatsiyalar kurslarining keskin pasayishi
2008-2010	«Domino» effekti bo'yicha rivojlangan mamlakatlarga bog'liq holda moliya-kredit sohasining tizimli buzulishi va beqarorligi	Moliya bozori kon'yunkturasining keskin qulashi (jahon bozori bilan sinxron ravishda)
Braziliya		
1998	Rossiya inqirozining transmissiyasi natijasida valyuta inqirozi	kapitalning mamlakatdan chiqib ketishi, milliy valyuta devalvatsiyasi, oltin-valyuta rezervlarining pasayishi
2008-2010	«Domino» effekti bo'yicha rivojlangan mamlakatlarga bog'liq holda moliya-kredit sohasining tizimli buzulishi va beqarorligi	Moliya bozori kon'yunkturasining keskin qulashi (jahon bozori bilan sinxron ravishda)
Argentina		
2000-2002	Iqtisodiy depressiya, valyuta, bank va fond bozori inqirozlari doirasidagi davlat qarzlari inqirozi	kapitalning mamlakatdan chiqib ketishi, qimmatli qog'ozlar bozorining qulashi, iqtisodiy pasayish, davlat daromad va xarajatlarning tushishi, davlat qarzining o'shishi

2008-2010	«Domino» effekti bo'yicha rivojlangan mamlakatlarga bog'liq holda moliya-kredit sohasining tizimli buzulishi va beqarorligi	Moliya bozori kon'yunkturasi keskin qulashi (jahon bozori bilan sinxron ravishda)
O'tish iqtisodiyotiga mansub davlatlar		
1989-2000	O'tish iqtisodiyotiga mansub davlatlarning transformatsion inqirozi	Kommunistik formatsiyadan kapitalistik modelga o'tish. Ushbu davlatlar iqtisodiyotini buzilishi.
Rossiya Federatsiyasi		
1998	Xalqaro kapitalning qochishi, davlat obligatsiyalarini so'ndirish va xizmat ko'rsatish uchun mablag'larning katta hajmdagi defitsiti	Rubl va davlat qimmatli qog'ozlari kurslarining keskin tushib ketishi, defolt
2007	Ipoteka inqirozi	Ipotekaning qulashi
2008-2010	«Domino» effekti bo'yicha rivojlangan mamlakatlarga bog'liq holda moliya-kredit sohasining tizimli buzulishi va beqarorligi	Moliya bozori kon'yunkturasi keskin qulashi (jahon bozori bilan sinxron ravishda)
O'zbekiston Respublikasi		
2008-2010	Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi	Dablatning 2009-2012 yillarga mo'ljallangan antiinqiroziy dasturini hamda 2009-2014 va 2011-2015 yillarga mo'ljallangan iqtisodiyotni investitsion modernizatsiya qilish dasturlarini samarali ishlashi.

10.1.2-jadval tahlili quyidagi tendentsiya va qonuniyatlarni ko'rsatadi.

Jahon iqtisodiyoti tarixi jahon MKT doirasida turlicha sabab va davrlarda sodir bo'lgan moliyaviy inqirozlarning haddan tashqari ko'pligini ko'rsatmoqda. Lekin barcha moliyaviy inqirozlarning qaytarilish davrlari o'rtacha 5-9 yil oralig'ida N.Kondratyev iqtisodiy davrlariga mos ravishda sodir bo'lgabligi qiziqdir.

Moliyaviy inqirozlar tarixidan ko'rish mumkinki, har qanday alohida inqiroz – bank, valuta, qarzdorlik – MKT boshqa segmentlarining nisbatan qulay sharoitlarida han sodir bo'l a olib, lokal inqirozdan keng ko'lamli moliyaviy inqirozga aylanishi xavfi mavjud.¹³²

Bretton Vud bitimi davrida va u bekor bo'lganidan keyin AQSH MKT va uning valutasini (dollar) dunyoda gegemon mavqega ega bo'lib, globallashuvni keskin kuchaytirdi, uning tarkibida tizimli riskni¹³³ davriy kuchayishi va uni global inqiroz ko'rinishida namoyon bo'libshiga olib keldi. Shu sababli, 2007 yilning o'rtalarida AQSHda sodir bo'lgan ipoteka inqirozi start mexanizmi sifatida 2008 yildan boshlab “domino

¹³² Kawai Masahiro, Newfarmer Richard, Schmukler Sergio. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons. World Bank, 2003. -p.3.

¹³³ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors. IOSCO, 1998; Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008. -148 с. (www.mirkin.ru).

effekti” singari AQShda va tezda global miqyosda moliyaviy inqirozga aylanib butun dunyoga tarqaldi, natijada jahon MKT va iqtisodiyotida kollaps va retsessiyani keltirib chiqardi. Bularning barchasi 2008-2009 yillarda jahon moliya bozorining 60-65 foizga, jahon yalpi mahsulotini 4,9 foizdan 3,0 foizga tushib ketishiga, jahon inflyatsiyasini 3,6 foizdan 4,2 foizga ortishiga olb keldi.

Mazkur inqirozga qarshi dunyoda faqat 2009 yilda 9,4 trl. dollar va G20 formatidagi mamlakatlarda 1,0 trl.doll. pul mablag‘i sarflandi. 2010 yil oxirigacha ushbu mamlakatlarda yana 5,0 trl.doll. pul mablag‘i sarflandi. Bunda barcha mamlakatlarda davlat faol ishtirok etdi. Natijada 2010 yilning 1-choragi oxiriga kelib global moliyaviy beqarorlik tugadi, lekin retsessiya 2011 yilda ham davom etdi.

Umuman olganda, JMII asorati 2012 yilda Yevropadagi moliyaviy beqarorlik tarkibida namoyon bo‘ldi. Bunda, ayniqsa, Gretsiya, Irlandiya, Ispaniya, Portugaliya mamlakatlari defolt xavfiga duchor bo‘ldilar.

Yuqorida aytilgan tendentsiya va qonuniyatlar kontekstida JMII sabablari va ular bilan bog‘liq oqibatyi faktlar 10.1.3-jadvalda¹³⁴ keltirilgan.

10.1.3-jadval.

JMII sabablari va ular bilan bog‘liq faktlar

№	Sabablar	Faktlar
1	Moliyaviy globalashuvning bir shakli sifatida yaxlit jahon moliya bozori (JMB) arxitekturasini shakllanishi.	Rivojlangan va progressive rivojlanayotgan mamlakatlar moliya bozorlari tendentsiyalari 30-yil davomida sinxron xarakatni ko‘rsatmoqda, ularning o‘zaro bog‘liqlik daragasi korrelyatsiya koeffitsienti bo‘yicha o‘rtacha $R=+0,74$. Bunda rivojlangan mamlakatlar moliya bozorlarining korrelyatsion bog‘liqlik daragasi $R=+0,92$, rivojlanayotgan mamlakatlarniki – $R=+0,66$.
2	Jahon kapitalizatsiyasida G7- «Katta ettilik» formatiga kiruvchi davlatlarning, ayniqsa AQShning, raqobat ustunligi sababli, rivojlangan davlatlarning moliyaviy-iqtisodiy gegemonligi, jahon MKTda tizimli risk generatoriga aylanganligi va bundan ular manfaatdor ekanligi.	Oxirgi 20 yil davomida, 2012 yilning boshiga kelib, jahon moliya bozori kapitalizatsiyasida rivojlangan davlatlar ulushi 83 foizni tashkil etgan, zero rivojlangan davlatlar ulushi 17 foizga tenglasgan. Bunda G7 ulushi 68%, AQSh ulushi 38%. Rivojlangan davlatlar moliya bozorlari yirik moliyaviy mablag‘larni qayta taqsimlovchi va konsentratör sifatida, shuningdek moliya-kredit tizimi risklari manbai sifatida nomoyon bo‘lgan.
3	Jahon fond bozorida qimmatli qog‘ozlarning bozor narxlar va bozor qiymatlari orasida keskin tafovutni (“ko‘pik”) vujudga	2000-2011 yillar davomida sodir bo‘lgan ikkita inqiroz oralig‘da aksiyalar bozori “qizib” brishi (“ko‘pik” kattalashishi), inqirozlar davrida esa “ko‘pik” yorilishi qonuniyatga aylangan. Bunda

¹³⁴ Muallif tomonidan tuzilgan

	kelishi. Natijada JMB hajmi jahon yalpi maxsuloti (JYM) qiymatidan tahminan 12-13 barobar ortiq, demak real iqtisodiyot va JMB o'rtasida o'zaro ekvivalentlik tamoyili keskin buzilgan.	spekulyativ kapital hajmi xaddan tashqari (real JYMga nisbatan 10 barobarga) ortgan, korporativ birlashishlar, bankrotliklar va manipulyatsiyalar kuchaygan, JMB kuchli liberallashgan.
4	Real iqtisodiyotning JMB, ayniqsa yirik spekulyativ portfel investorlar (SPI), kapitaliga xaddan tashqari bog'liqligi.	2011 yilga kelib jahon jamiyatining qariyb 1,1 trld.doll. mablag'i qimmatli qog'ozlarda mujassamlashgan, bo'lib, bu ko'rsatkich JYM hajmidan keskin (12 barobarga) ko'p. Bunda SPI umumiy aktivlari hajmi ko'pchilik rivojlanayotgan mamlakatlar YaIM hajmidan ham ortiq. Masalan, AQSh SPI (sug'urta va pensiya fondlari, investitsiya fondlari va banklari) JMBning tahminan 75% aktivlarini asosan (80-85% hajmda) spekulyativ boshqaradi. Natijada "qisqa pullar" keskin ko'p bo'lib, bunda SPIlar kapitalining atigi 15-20 foizigina to'g'ridan-to'g'ri investitsiya sifatida real iqtisodiyot rivojlanishiga yo'naltirilishi odativ holatga avlangan.
5	Bazel qo'mitasi va IOSCO tavsiyalari bo'yicha davlatlarning milliy moliya bozorlarini kross-sektorli tartibga solishni ta'minlovchi "yetakchi reguliyator" masalasidagi passivligi (ya'ni moliya bozori makroregulyatorini joriy qilish mazmunida).	Hanuzgacha dunyoda metastabilizatorli standartlashgan milliy moliya bozorlar makroregulyatori mexanizmi yo'q. Lekin Jahon banki, IOSCO, OESD, XVF yoki Xalqaro moliya korporatsiyasi metastabilizator mexanizmi funksiyasini baja olmayapti. Hozirda, G20 formatiga kiruvchi davlatlar sammitida (London, 2009 yil 2 aprelda) moliyani barqarorlashtirish bo'yicha kengash tuzish kelishib olingan bo'lishiga qaramasdan, tuzilgan antiinqiroziy stabilizatsion fondlar takomil emas.
6	AQSh davlati (Federal Rezerv Tizimi) tomonidan uzluksiz ravishda ta'minlanmagan dollarlarni emissiyalanishi, inflyatsiyani boshqa mamlakatlarga eksport qilinishi va davlatning qarzlari piramidasi oshirib borishi, sek'yuritizatsiyani qizdirish. Bunda AQShning maqsadi – dunyoda dollar gegemoniyasini saqlab qolish, jahon MKT va valuta tizimida yetakchilik qilish siyosatini yuritish.	Butun dunyo AQSh dollariga bog'liq bolib qolgan, barcha mamlakatlar dollar qadri o'z iqtisodiyoti evaziga ushlab turishga majbur. Bunda 1 dollar qo'shimcha qiymat (sof foyda) olish uchun 8 dollar ssuda olish zarur bo'lib qolgan. Aynan shu siyosat AQSh davlati va Federal Rezerv Tizimi (FRT) tomonidan bir necha o'n yilliklar davomida o'tkazilib kelinmoqda. AQSH hukumati va yu xo'jaliklari FRT oldida batamom qarzdorga aylanib, hukumat o'z qarzlarini FRT orqali qayta taqsimlaydi, o'z navbatida real iqtisodiyotni kreditlaydi. Natijada umumjahon miqyosida qarzlari piramidasi oshirib borishi yuzaga kelgan.

10.1.3-jadval tahlili va iqtisodchi olimlar fikri¹³⁵ asosida quyidagilarni aytish mumkin.

¹³⁵ Чепель С.В. Воздействие глобального кризиса на Узбекистан: механизмы и меры по ограничению рисков // Рынок, деньги и кредит. Т., №6 (145), Т., 2009.- с.9-14; Шохъязмиёв Ш.Ш. Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане // Биржа эксперт, №7-8, 2009.-с.50-57.

Rivojlangan mamlakatlar doirasida JMII rivojlanish mexanizmi quyidagi sxemada namoyon bo'ldi: <moliya bozorlarining beqarorligi> → <kredit va iste'molni kamayishi> → <ishlab chiqarish va eksportni pasayishi, ishsizlikni kuchayishi>.

Rivojlanayotgan mamlakatlar doirasida JMII ta'siri quyidagi sxemada namoyon bo'ldi: <rivojlangan mamlakatlardagi mexanizm + xom ashyo narxlarining pasayishi> → <kapitalning mamlakatdan chiqib ketishi + byudjet tushumining qisqarishi> → <byudjet defitsitini ortishi + milliy valutalar devalvatsiyasi> → <iste'mol narxlarining pasayishi> → <real daromadlar va ichki talabning qisqarishi> → <ishlab chiqarishni pasayishi va ishsizlikni ortishi> → <kreditorlik qarzdorlikni o'sishi> → <moliya-bank tizimining beqarorligi> → ...

O'zbekiston uchun esa: <eksport qilinadigan xom ashyo resurslari bo'yicha tashqi savdoning qisqarishi> → <byudjetning og'irlashuvi + valuta almashinuvi kursining oshishi> → <iste'mol narxlarining ortishi>;

<xorijda mehnat qiluvchi migrantlar tomonidan respublikaga valuta o'tkazuvlarining qisqarishi> → <aholi real daromadlarining pasayishi va iste'molchilar talabini siqilishi> → <iste'mol tovarlari ishlab chiqarilishini kamayishi> → <ish bilan band bo'lganlar va byudjetning vaqtinchalik og'irlashuvi>.

Shu sababli O'zbekiston Respublikasi Prezidenti I.A.Karimov boshchiligida¹³⁶ mamlakatimizda dablating 2009-2012 yillarga mo'ljallangan antiinqiroziy dasturi hamda avval 2009-2014 yillarga va hozirda 2011-2015 yillarga mo'ljallangan iqtisodiyotni investitsion modernizatsiya qilish dasturlarini samarali ishlamoqda, ularga mos keluvchi keng ko'lamlı faol investitsiya siyosati amalga oshirilmoqda. Bularning barchasi va davlatning zamonaviy progressive makroiqtisodiy siyosati har qanday moliyaviy inqirozlarga qarshi kurashning garovi va omili bo'lishi mumkin.

Savollar

1. Globallashuv jarayonlari industrial va rivojlanayotgan mamlakatlar bozorlariga qanday ta'sir ko'rsatadi?
2. Jahon moliya bozori rivojlanishini uzoq muddatda qanday bashorat qilsa bo'ladi?
3. MShYe mamlakatlarida globallashuv qanday effektlar bergan?

¹³⁶ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози. Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари.-Т.: Ўзбекистон, 2009.-56 б.

4. Jahon moliya bozorining rivojlanish tendentsiyalari qanday?
5. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi O'zbekistonga qanday ta'sir ko'rsatdi

Topshiriqlar

1. Jahon moliya bozorining zamonaviy tendentsiyalari va muammolari to'g'risida elektron prezentatsiya tayyorlang.
2. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozining sabab va oqibatlarini tavsiflang.
3. Terminlar bo'yicha lug'at tuzing.

10.2. Xalqaro moliya bozorlaridagi operatsiyalar

Ushbu kitobning 1.5-paragrafida ko'rsatilganidek, moliya bozorlarida ularning qatnashchilari (V-VII boblarga qaralsin) tomonidan turli operatsiyalar tegishli bitishuvlar asosida amalga oshiriladi. Operatsiyalarining turlari har bir qatnashchining moliya bozorida funksiyasiga mos ravishda tartibli tarzda bajariladi. Operatsiyalar moliya bozorining u yoki bu segmentida bajarilishiga qarab turlanishi mumkin. Masalan, valyuta segmentida – valyuta operatsiyalari, fond bozorida – qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiyalar, kredit-pul segmentida – pul, pul vositalari va kredit operatsiyalari, sug'urta bozorida – sug'urta operatsiyalari va h.k. Bunda aytish zarurki, har qanday tovar bozori singari moliya bozori (jumladan uning tarkibidagi qimmatli qog'ozlar bozori) unga mos keluvchi moliya xizmatlari bozoriga ham ega bo'lib, bu bozorlar o'zaro ekvivalent va bog'liqlikda tartibli faoliyat yuritadigan yaxlit ixtisoslashgan infratuzilmani tashkil etadi. Ularning bunday tartibli faoliyati makroregulyator vositasida amalga oshiriladi. Zero bu bozorlarning biri moliyaviy instrumentlar bo'yicha obyektiv narxlarni shakllantirib belgilayadi va ikkinchisi (moliya xizmatlari bozori) adolatli bozor qiymatlarini ekspert baholaydi (1.8-paragrafga qaralsin).

Moliya bozori segmentlaridagi operatsiyalarni umuman olganda ikki katta guruhga ajratish mumkin: tijorat (biznes) operatsiyalari, regulyativ operatsiyalar. Tijorat operatsiyalari bitishuv predmeti bo'yicha emission, investision, savdo-sotiq va xizmat ko'rsatish operatsiyalariga bo'linadi. Regulyativ operatsiyalar savdo-sotiq va xizmat ko'rsatish operatsiyalarini mikro- va makro darajada tartiblash-

tirishga (litsenzion bitishuvga asosan regulyativ me'yorlarga mos ravishda) qaratilgan bo'lishi mumkin.

Keltirilgan operatsiyalar turlari ichki (milliy) bozorda va xalqaro (tashqi) moliya bozorlarida bajarilishi mumkin.

Moliya bozorlarida har qanday operatsiyalarni bajarish regulyativ tarzda me'yorlangan bo'ladi. Operatsiyalarning hajmi moliya bozoridagi talab va taklifga bog'liq bo'lib, amalga oshirilishi sifati esa moliya bozori talablaridan kelib chiqadi.

Regulyativ operatsiyalar moliya bozorini tartiblashtiruvchi institutlar tomonidan amalga oshiriladi (IX bobga qaralsin).

Emission, investitsion va xizmat ko'rsatish (servis) operatsiyalari moliya bozorlarining tegishli qatnashchilari (institutlari) tomonidan amalga oshiriladi (V-VI boblarga qaralsin).

Savdo operatsiyalari savdo tizimlari yordamida amalga oshiriladi (VII bobga qaralsin). Emission, investitsion, servis va savdo operatsiyalarida moliya bozorining barcha qatnashchilari me'yoriy tarzda belgilangan tartibda bevosita va bilvosita ishtirok etadilar.

Savollar

1. Xalqaro moliya bozorlarida qanday operatsiyalar bajariladi?
2. Emission, investitsion, servis va regulyativ operatsiyalar qanday xarakterga ega?

Topshiriqlar

1. Jahon moliya bozori operatsiyalari to'g'risida tahliliy obzor tayyorlang.
2. Terminlar bo'yicha lug'at tuzing.

10.3. O'zbekistonda moliya bozorining jahon moliya bozorlariga integratsiyalashuvi masalalari

Ushbu kitobning 3.3-, 9.3-, 9.4- va 9.7-paragraflarida ko'rsatilganidek, O'zbekiston moliya bozori modeli anglo-sakson va kontinental modellari elementlarni o'z ichiga olganligi hamda unda aksiyadorlik kompaniyalari korporativ boshqaruv tizimi anglo-sakson («investorlik») modelidan farqli kontinenta. (Germaniyadagiga o'xshash «insayderlik») yoki «ikki pog'onali») modelga asoslanganligi (3.4-paragrafga qaralsin) va ichki nodavlat investitsiyalar hajmini kamligi, xususiylashtirish mexanizmi kam samarali bo'lgani va regulyatorlarning ko'p sonliligi, banklar, sug'urta tashkilotlari va byudjetdan tashqari fondlarning

yetarlicha investitsion samara bilan ishlayotgani sababli, barcha o'tish iqtisodiyotiga mansub mamlakatlar singari ma'lum darajada muammolar mavjud (9.7-paragrafga qaralsin). Bunda O'zbekiston moliya bozorini tartiblashtirish tizimi 9.3-paragrafdan keltirilgan birinchi turkum modeliga kiradi. Uning xususiyati shundaki, unda hozircha na banklarning, na moliya institutlarining (investitsiya institutlari, sug'urta tashkilotlari, fondlar), na institutsional investorlarning, na mayda chakana investorlarning alohida ustunligi kuzatilmaydi. Alohida segmentlarga (pul, valyutalar, korporativ va davlat qimmatli qog'ozlari, sug'urta instrumentlari, kredit va banklarning boshqa instrumentlari bozorlariga) ega bo'lib, ular hozirda bir-biri bilan to'liq bog'liq emas va har biri turli vakolatli davlat organlar tomonidan alohida tartiblashtiriladi (muvofiqlashtiriladi va nazorat qilinadi). Bank tizimi germancha modelga yaqin, ammo ko'lamli islohotlarga muhtoj.

Bularning barchasi milliy moliya bozorimizni jahon moliya bozoriga integratsiyalashuvini birmuncha qiyinlashtirmoqda.

Integratsiyalashuv jarayonini tezlashtirish uchun moliya bozori modelidagi muammolarni keltirib chiqaruvchi yuqorida ko'rsatilgan farqlanuvchi jihatlarni bartaraf qilish lozimligi borgan sari aniq bo'lib bormoqda. Umuman olganda, bu va boshqa muammolarning mavjudligi hozirda milliy moliya bozori modelini, infratuzilmasi faoliyati va regulativ mexanizmini keskin takomillashtirish zarurligidan dalolat beradi. Bunda moliyaviy globallashtirish jarayonlari talablarini va integratsiyalashuv borasidagi jahon tajribasini hisobga olish muhim ahamiyat kasb etadi.

O'zbekiston moliya bozorini jahon moliya bozoriga integratsiyalashuvi, jarayonlarini tezlashtirishda ayniqsa quyidagilarga asoslanish maqsadga muvofiq:

- Yevropa Ittifoqining 1993 yil 10 may kunida qabul qilgan Direktivasiga¹³⁷;

- Xalqaro o'ttizlik Guruhining 20 tavsiyalariga (6.5-paragrafga qaralsin);

- Yevrosiyo Iqtisodiy Hamjamiyatiga a'zo davlatlarning amaldagi qonunchilik hujjatlari, Mustaqil Davlatlar Hamdo'stligi ishtirokchidavlatlari Parlamentlararo Assambleyasining 2001 yil 24 noyabrda Sankt-Peterburg shahrida 18-7-sonli Qarori bilan tasdiqlangan, «Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'rida»gi Modelli qonuni, hamda AQSh, Germaniya, Buyuk Britaniya, Koreya, Yaponiya va boshqa mamlakatlari

¹³⁷ «Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field».

qimmatli qog'ozlar bozorining faoliyat ko'rsatish mexanizmlari va tartiblashtirilishi qismiga oid qonunchilik hujjatlariga;

- ushbu kitobning I bobida keltirilgan kontseptual modellar hamda ularga asoslangan 2.1-2.3-, 3.3-, 3.4-, 8.1-, 9.1-, 9.5-paragraflarda keltirilgan nazariy va faktologik bazisga;

- milliy bank tizimi modelini isloh qilish, bunda banklarning ochiq moliya bozorlaridagi operatsiyalariga katta e'tibor berish lozim;

- milliy sug'urta tizimi modelini isloh qilib investision va emission operatsiyalariga katta e'tibor berish zarur;

- korporativ boshqaruv siyosati modelini takomillashtirish lozim, bunda minoritar investorlarning huquqlarini himoyalash, xavfsizligi va qonuniy manfaatlarini ta'minlashga katta ahamiyat berish lozim¹³⁸;

- xususiylashtirish mexanizmini takomillashtirish lozim¹³⁹;

- moliyaviy instrumentlar turlarini ko'paytirish hamda ular va ularning bazislarining o'zaro ekvivalentlilik darajasini ta'minlash;

- moliya bozori va iqtisodiyotning o'zaro ekvivalentlilik darajasiga erishishi;

- moliya bozori emitentlarining emissiya, investitsiya, daromad stavkalari siyosatleri (strategiyalari) optimal balansini ta'minlanishiga katta ahamiyat berish zarur;

- muddatli qimmatli qog'ozlar (derivativlar) bozorini keskin shakllantirish zarur;

- kollektiv investorlarni keskin ko'paytirish;

- ochiq va shaffof birlamchi hamda davomiy, muntazam, uzluksiz, shaffof faoliyat yurituvchi ikkilamchi bozorni rivojlantirish lozim;

- moliya bozori indikatorlarining o'rta muddatda hech bo'lmasa minimal chegaraviy miqdorlariga erishish (3.1-paragrafqa qaralsin);

- sek'yurimetrik (finansometrik) tahlil¹⁴⁰ va moliya injiniringini keskin rivojlantirish zarur¹⁴¹;

- moliya bozorida faoliyat risklarini samarali boshqarishni ta'minlash¹⁴²;

- moliya bozori industriyasi sifatini boshqarishning kompleks tizimini tuzish lozim¹⁴³;

¹³⁸ Shoha'zamiy Sh.Sh. Korporativ siyosat.-T.: Fan va texnologiya, 2012.-204 b.

¹³⁹ Шохъязамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-852 с.

¹⁴⁰ Шохъязамий Ш.Ш. Секъриметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-467 с.

¹⁴¹ Шохъязамий Ш.Ш. Тизимли мoliya инжиниринги.-Т.: Fan va texnologiya, 2012.-796 б.

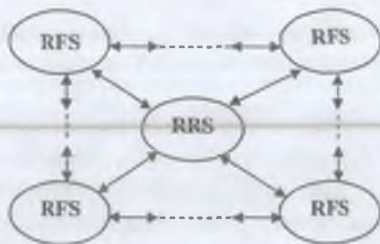
¹⁴² Шохъязамий Ш.Ш., Zufarova Ш.Ш., Шохъязамий Ш.Ш.(мл.). Теория безрисковости действий на рынках: финансовом и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-101 с.

¹⁴³ Шохъязамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.

- moliya bozori makroregulyatorini to'zish maqsadga muvofiq (9.5-paragrafqa qaralsin);

- mamlakat va kredit reytinglarining yahshi ko'rsatkichlariga erishish lozim va h.k.

O'zbekiston moliya bozorining jahon bozorlariga integratsiyalashuvini qay darajada kuchli raqobat sharoitida kechishi mumkinligini 1-ilovada keltirilgan analitik ma'lumotlardan ko'rish mumkin. Bunda aytish joizki, iqtisodiy sistemologiya¹⁴⁴ nuqtai nazaridan hozirda jahon moliya bozori tuzilmasini bir butun global tizim (10.3.1-rasm)¹⁴⁵ sifatida qarash lozim.¹⁴⁶ Ushbu tizim o'z ichiga ma'lum kanallar (1.1.5-, 1.2.1-rasmlarga qarang) orqali bir-biri bilan bog'langan milliy moliya bozorlarini oladi.



10.3.1-rasm. Jahon moliya bozori arxitekturasi modeli

Global tizimga (10.3.1-rasm) tarkibiga kirgan milliy moliya bozorlari tashqi omillarga ta'sirchan bo'ladi va boshqa mamlakatlar bozorlariga nisbatan shunday omillar manbasi sifatida namoyon bo'ladi.

Ta'kidlash joizki, 10.3.1-rasm bilan ifodalangan global tizim tarkibida rivojlanayotgan mamlakatlar moliya bozorlarining sifat va miqdoriy o'sishi rivojlangan mamlakatlar moliya bozorlari va iqtisodiyoti tendentsiyalariga to'liq bog'liq. Ushbu holatni ayniqsa 2008-2009 yillarda namoyon bo'lgan va 2010 yilda ham o'z asoratini ko'rsatgan jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi (JMII) davrida yaqqol ko'rindi.¹⁴⁷ Ushbu inqiroz saboqlaridan kelib chiqib, 9.5.1-, 9.5.2- va

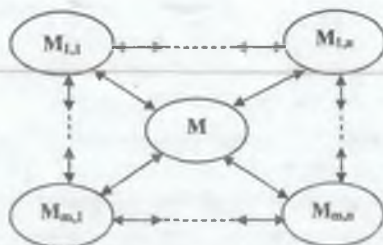
¹⁴⁴ Шохъязмий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-421 с.

¹⁴⁵ 10.3.1-rasmida: RRS – rivojlangan mamlakatlarning moliya bozorlari; RFS – rivojlanayotgan mamlakatlarning moliya bozorlari.

¹⁴⁶ Шохъязмий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг// Молия, Т., №1, 2009.-сс.82-91; Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-421 с.

¹⁴⁷ Каковы предпосылки формирования единого мирового рынка ценных бумаг, кто и почему при этом способен выступать источником мирового финансового кризиса?//Экономика и финансы, Москва, №2 (155), 2009-сс.24-25; Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана.//Экономика и финансы, Москва, №2 (155), 2009.-сс.26-27; Мировой финансово-экономический

10.3.1-rasmlarda ifodalangan modellar asosida global tizim doirasida milliy makroregulyatorlarni ($M_{m,n}$) birlashtiruvchi arxitekturali metastabilizator (M) modelini (10.3.2-rasm) joriy etish maqsadga muvofiq.¹⁴⁸



10.3.2-rasm. Milliy makroregulyatorlarni birlashtiruvchi metastabilizator modeli arxitekturası

Metastabilizator milliy makroregulyatorlarning vazifa va funksiyalariga mos ravishda tashkillashtiriladi. Bunda metastabilizator tarkibiga makroregulyatorlar va xalqaro moliya tashkilotlarining vakillari kiradi.

Metastabilizatorning moliyalashtirish manbalari:

- metastabilizator ishtirokchilarining a'zolik badallari;
- davlatlar va xalqaro moliya tashkilotlarining kreditlari;
- transchegaraviy moliyaviy operatsiya lardan olinadigan daromadlarga solinadigan 0,01% stavkasidagi soliq (I.Fisher solig'i).¹⁴⁹

Ushbu metaregulyativ tizim talablari doirasida global moliyaviy inqirozlar oldini olish maqsadida derivativlarning barcha turlari bo'yicha operatsiyalarni birja savdosiga o'tkazish zarur.

Bunda O'zbekiston qimmatli bozoridagi professional faoliyat turlarini optimallashtirish zarur. Xususan, diler, kastodian (depozitariy va brokerlik birikmasi), trast (aktivlarni ishonchli boshqarish), fond birjasi va moliya maslaxatchisi faoliyatlariga ruxsat berish lozim. Yuridik va jismoniy shaxslar aktivlarini ishonchli boshqarish trasti faoliyatini diler qo'shib olib borishi mumkin, lekin investitsiya fondlari

кризис: характер и предпринимаемые в мире и Узбекистане меры // «Молния», Т., №2, 2009.-с.4-11; Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане // «Биржа эксперт», Т., №7-8, 2009.-с.48-56.

¹⁴⁸ Шохъязий Ш.Ш. Концепция системы макрорегуляторов финансовых рынков с метастаблизатором // Материалы международной научно-практической конференции «Эффективность антикризисных программ и приоритеты посткризисного развития» (12 май 2010 г.) - Т.: Узбекистан, 2010.-с.120-130.

¹⁴⁹ Ushbu daromadlar transchegaraviy oqimlar tarkibiga kiradi.

aktivlarni ishonchli boshqarish bundan mustasno. Moliya maslaxatchisi faoliyatida reyting baholashni ham amalga oshirish nazarda tutiladi. Birjadan tashqari savdo tizimlarini, xususan Elsis-savdo, Banklararo savdo tizimi kabilani fond birjasiga qo'shib yuborish lozim. Shu bilan birga, respubkika valuta birjasini ham fond birjasiga qo'shib yuborish zarur.

Umuman olganda 10.3.2-rasmdagi model kelajakda sodir bo'lishi mumkin bo'lgan moliyaviy inqirozlarning oldini olishga va inqirozdan keyingi davrda barqarorlikni, iqtisodiy o'sishni, inflyatsiyani past miqdorini ushlab turishni, moliya bozori da "ko'piklarni" oshirmaslikni ta'minlashga ko'maklashadi.

Pirovardida global tizim tarkibidagi moliya bozorlari orasidagi bog'liqlik borgan sari kuchayib boradi. Demak, kelajakda milliy moliya bozorlari o'rtasidagi farqlar borgan sari kamayadi. Bunday bashoratiy tendentsiyalar O'zbekiston moliya bozorini moliyaviy globallashuv sharoitida jahon moliya bozoriga integratsiyalashuvi borasida davlat tomonidan amalga oshiriladigan ishlarda muhim ahamiyatga ega.

Savollar

1. O'zbekiston moliya bozori xususiyatlari va muammolari nimalardan iborat?
2. O'zbekistonda integratsiyalashuv jarayonlarini tezlashtirish nimalarga asoslanadi?

Topshiriqlar

1. O'zbekiston moliya bozorini jahon moliya bozorlariga integratsiyalashuvi jarayonlari to'g'risida tahliliy obzor tayyorlang.
2. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqiroz to'g'risida qisqacha ma'ruza tayyorlang.
3. Terminlar bo'yicha lug'at tuzing.

ADABIYOTLAR RO'YHATI

1. Ўзбекистон Республикаси Конституцияси.
2. Ўзбекистон Республикаси “Фуқаролик кодекси.
3. Ўзбекистон Республикаси “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида” қонуни.
4. Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш тўғрисида” қонуни.
5. Ўзбекистон Республикаси “Банклар ва банк фаолияти тўғрисида” қонуни.
6. Ўзбекистон Республикаси “Сугурта фаолияти тўғрисида” қонуни.
7. “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида” қонуни.
8. Ўзбекистон Республикаси “Баҳолаш фаолияти тўғрисида” қонуни.
9. Ўзбекистон Республикаси “Ипотека тўғрисида” қонуни.
10. Ўзбекистон Республикаси “Мулк тўғрисида” қонуни.
11. Ўзбекистон Республикаси “Лизинг тўғрисида” қонуни.
12. Ўзбекистон Республикаси “Кредит уюшмалари тўғрисида” қонуни.
13. Ўзбекистон Республикаси “Инвестиция фаолияти тўғрисида” қонуни.
14. Ўзбекистон Республикаси “Чет эл инвестициялари тўғрисида” қонуни.
15. Ўзбекистон Республикаси “Чет эллик инвесторлар ҳуқуқларининг кафолатлари ва уларни ҳимоя қилиш чоралари тўғрисида” қонуни.
16. Ўзбекистон Республикаси “Гаров тўғрисида” қонуни.
17. Ўзбекистон Республикаси “Банкротлик тўғрисида” қонуни.
18. Ўзбекистон Республикаси “Бюджет тизими тўғрисида” қонуни.

19. Ўзбекистон Республикаси “Давлат бюджетининг газна ижроси тўғрисида” қонуни.
20. Ўзбекистон Республикаси “Давлат божхона хизмати тўғрисида” қонуни.
21. Ўзбекистон Республикаси “Солиқ кодекси тўғрисида” қонуни.
22. Ўзбекистон Республикаси “Истеъмол кредити тўғрисида” қонуни.
23. Ўзбекистон Республикаси “Микромолиялаш тўғрисида” қонуни.
24. Ўзбекистон Республикаси “Фукороларнинг банклардаги омонатларини ҳимоялаш кафолатлари тўғрисида” қонуни.
25. Ўзбекистон Республикаси “Тадбиркорлик фаолияти эркинлигининг кафолатлари тўғрисида” қонуни.
26. Ўзбекистон Республикаси “Ташқи иқтисодий фаолият тўғрисида” қонуни.
27. Ўзбекистон Республикаси “Давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш тўғрисида” қонуни.
28. Ўзбекистон Республикаси Божхона кодекси.
29. Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари.-Т.: Ўзбекистон, 2009.-56 б.
30. Каримов И.А. Асосий вазиғамиз – Ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтириш.-Т.: Ўзбекистон, 2010.-80 б.
31. Каримов И.А. Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида/Тузувчи Ф.М.Муллажонов.-Т.: Ўзбекистон НМИУ, 2005.-528 б.
32. Ўзбекистон Республикаси иқтисодий-иқтисодий тараққиётининг мустақиллик йилларидаги (1990-2010 йиллар) асосий тенденция ва кўрсаткичлари ҳамда 2011-2015 йилларга мўлжалланган прогнозлари: статистик тўплам. –Т.: Ўзбекистон, 2011. -140 б.

33. Артемов Н.М. Валютные рынки.-М.: Финансы и статистика, 2001.
34. Газман В.Д. Лизинг: теория, практика, комментарии. -М.: Фонд Правовой культуры, 1999.
35. Круглова В.В. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений.-М.: Инфра-М, 1998.
36. Гитман Л.Дж., Джоник М.Д. Основы инвестирования.-М.: Дело, 1997.
37. Максимо В.Э., Фрэнсис А.Л., Л.Дж.Мауер. Мировые финансы. Университет Сент-Джон.-М.: Изд.-консульт.компания Дека, 1998.
38. Семенов К.А. Международные валютные и финансовые отношения.-М.: ТЕИС, 1999.
39. Мировая экономика. Глобальные тенденции за 100 лет./Под ред. И.С.Королева.-М.: Экономистъ, 2003.
40. Лиховидов В.Н. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков: методы прогнозирования и принятия решений.-Владивосток, 1999.
41. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.
42. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. /Гл. ред. серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 801 с.
43. Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2008.
44. Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учебное пособие для вузов экономического профиля. – 2-е изд. – М.: Вита-Пресс, 1999. – 400 с.
45. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2001. – 608 с.
46. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы функционирования и развития.-Т.: Консаудитинформ-нашр,2008.-224 с.
47. Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 448 с.

48. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг: Учебно-практич.пособие.-М.: Инфра-М, 1996.
49. 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.
50. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
51. Рудык Н.Б., Ссменкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения выкупы долговым финансированием.-М.: Финансы и статистика, 2000.-456 с.
52. Русинов В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования.- М.: Эдиториал УРСС, 2000.
53. Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996.
54. Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996.
55. Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998.
56. Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998; Guidance on Information Sharing, IOSCO, 1998.
57. Supervision of Financial Conglomerates, IOSCO, 1999; Supervisory Framework for Markets, IOSCO, 1999.
58. Петере Э. Хаос и порядок на рынках капитала.-К.: Альфа Капитал, Лагос, 1997.
59. Синенко А.Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование (теория и практика).-М.: Статут, 2002.-221 с.
60. Мэнкью Н.Г. Макроэкономика. – М.: Изд. МГУ, 1994. – 736 с.
61. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 351 с.

62. Хоминич И.П. Финансовая глобализация //Банковские услуги, №8, 2002. – с.2-13.
63. Эрнандо Де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.- М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.
64. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. Научное исследование.- М.: Бек, 1994.
65. Биржевая деятельность/Под ред. А.Г.Грязновой, Р.В.Корнеевой, В.А.Галанова.-М.: Финансы и статистика, 1996.
66. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Практикум по российскому рынку ценных бумаг.-М.: Бек, 2002.
67. Чалдаева Л.А. Фондовая биржа. Организационно-управленческие структуры. Учеб.пособие.-М.: Экзамен, 2002.
68. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. /Под ред. Л.Н.Красавиной.-М.: Финансы и статистика, 1994.
69. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб.пособие. 2-е изд., с измен. – М.: Экономистъ, 2005. – 687 с.
70. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. -М.: Альпина Паблишер, 2002.-583 с.
71. Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
72. 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.
73. Пухов Г.Е. Избранные вопросы теории математических машин. – К.: Изд. АН УССР, 1964.

74. Пухов Г.Е. Методы анализа и синтеза квазианалоговых электронных цепей. – К.: Наукова думка, 1967.
75. Пухов Г.Е., Евдокимов В.Ф., Синьков М.В. Разрядно-аналоговые вычислительные системы. – М.: Сов. Радио, 1978. – 256 с.
76. Расулов Т.С. Валютные операции: теория и практика.-Т.: Молия, 2001.
77. Вахобов А.В., Жумаев Н.Х., Бурхонов У.А. Халқаро молия муносабатлари.-Т.: Шарқ, 2003.-400 б.
78. Vahobov A.V., Malikov T.C. Moliya. Darslik/Toshkent moliya instituti.-Т.: Noshir, 2012.-712 b.
79. Котов В.А. Совершенствование деятельности банков по инвестиционному обеспечению стратегически важных предприятий Узбекистана.-Т.: Молия, 2011.-320 с.
80. Абдуллаев С.П. Пути расширения масштабов использования коммерческими банками Узбекистана потенциала ценных бумаг/Монография.-Т.: Молия, 2009.-244 с.
81. Основы бухгалтерского учета/Пер. с англ. – М.: 1995. – 416 с.
82. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1998. – 144 с.
83. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов/Пер. с англ. -М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1997.-1120 с.
84. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал.-М.: Прогресс, 1988.-365 с.
85. Четыркин Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. – М.: Дело, 1995.
86. Первозванский А.А. Финансовый рынок, расчет и риск. – М.: ИНФРА-М, 1994.
87. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учеб.пособие/Под ред. В.С.Торкановского.-СПб.: АО Комплект, 1994.-421 с.
88. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов.- М.: Инфра-М, 1996.-368 с.

89. Практикум по курсу «Ценные бумаги»: Учеб.пособие/Под ред. В.Колесникова, В.Торкановского.-М.: Финансы и статистика, 2000.-304 с.
90. Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 674 с.
91. 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.
92. Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова.-2-е изд., перераб. и доп. –М.: Финансы и статистика, 2004.-448 с.
93. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями/Пер. с англ.-М.: Альпина Букс, 2005.-268 с.
94. Шапкин А.С., Шапкин В.А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2011.-544 с.
95. Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. -М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.-688 с.
96. Твид Л. Психология финансов. -М.: ИК Аналитика. 2002.-243 с.
97. Туруев И.Б. Мировое значение американских финансовых институтов: Монография. - М.: МАКС Пресс, 2003. - 320с.
98. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма.– М.: Инфра-М, 1999.-420 с.
99. Ханс Питер Бэр. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков/Пер. с немецкого Ю.М.Алексеева, О.М.Иванова.-М.: Волтерс Клунер, 2006.-624 с.
100. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами/Под ред. Лаххира Хейра; Пер. с англ.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-416 с.
101. Штольте П. Инвестиционные фонды. – М., 1996.-225 с.
102. Федорова Т.А. Страхование.-М.: Магистр, 2008.-1006 с.
103. 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.

104. Фабocchi Ф.Д. Управление инвестициями: Пер. с англ.-М.: Инфра-М, 2000.

105. Роберт У. Колб Финансовые деривативы. Учебник. Издание 2-е/Пер. с англ. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997.

106. Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. - М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с.

107. Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М., 2002.

108. Эндрю Дэвидсон, Энтони Сандерс, Лэн-Линг Вольф, Анне Чинг. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ/Пер. с англ. О.В.Смородинова при участии В.Качура.-М.: Вершина, 2007.-592 с.

109. Вахабов А.В., Жумаев Н.Х., Хошимов Э.А. Жаҳон молиявий-иктисодий инқирози: сабалари, хусусиятлари ва иктисодиётга таъсири ни юмшатиш йўллари. – Т.: Академнашр, 2009. - 141 б.

110. Вахабов А.В., Хажибакиев Ш.Х., Муминов Н.Г. Хорижий инвестициялар .Т.: “Молия”, 2010.-328 б.

111. Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления.-Т.: Молия, 2008.-204 с.

112. Абдуллаев Е., Шоҳаъзамий Ш.Ш. Қимматли қоғозлар: 100 савол ва жавоб./Ўқув қўлланма. – Т.: Меҳнат, 1997. – 272 б.

113. Алимов И.И. Тижорат банкларининг қимматли қоғозлар билан операциялари./Ўқув қўлланма. – Т.: ТДИУ, 2007. - 202 б.

114. Рискиев Т.Т., Ғуломов С.С., Шоҳаъзамий Ш.Ш., Алимов А.М., Назаров Қ. ва бошқалар. Истиқлол, демократия ва фуқаролик жамияти./ Монография. – Т.: Шарқ, 2003. – 160 б.

115. Шоҳаъзамий Ш.Ш. Акция ва Сиз оладиган фойда./Рисола.-Т.: Молия, 2003.-61 с.

116. Шохаззамий Ш.Ш. ва бошқ Тадбиркор қимматли қоғозлар бозорида: саволлар ва жавоблар.-Т.: Адолат, 2002.-272 б.
117. Шохаззамий Ш.Ш. и др. Предприниматель на рынке ценных бумаг: вопросы и ответы. – Т.: Адолат, 2002. – 216 с.
118. Шохаззамий Ш.Ш. Рынки финансовые и ценных бумаг./Дарслик. – Т.: ТФИ, 2003. – 196 с.
119. Шохаззамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации./Монография. – Т.: Ибн Сино, 2004. – 852 с.
120. Шохаззамий Ш.Ш. Основы приватизации, рынок ее объектов и услуг./Учебник. – Т.: Ибн Сино, 2004. – 928 с.
121. Шохаззамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шохаззамий Ш.Ш. (мл.) Теория безрисковости действий на рынках: финансовом и ценных бумаг./Монография. -Т.: ТФИ, 2004.-101 с.
122. Шохаззамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг./ Монография. -Т.: ТФИ, 2004.-138 с.
123. Шохаззамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга./Монография.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.
124. Шохаззамий Ш.Ш. Основы секьюритетики./Монография.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.
125. Шохаззамий Ш.Ш. Секьюритетика./Учебник.-Т.: Узбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-473 с.
126. Шохаззамий Ш.Ш. Биржевая деятельность./Учебное пособие (дополненное).-Т.: IIm Ziyo, 2011.- 288 с.
127. Шохаззамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги./Книга I. Учебник.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-728 с.
128. Шохаззамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги./Книга II. Учебник.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-849 с.
129. Шохаззамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение./Монография. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-421 с.

130. Шохаъзамий Ш.Ш., Чепель С.В. Экономическая системология./Учебн. пособие. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-428 с.
131. Шохаъзамий Ш.Ш. Тизимли молия инжиниринги./Монография.- Т.: Fan va texnologiya, 2012.-796 б.
132. Shoha'zamiy Sh.Sh. Korporativ siyosat./Darslik. -Т.: Fan va texnologiya, 2012.-204 б.
133. Shoha'zamiy Sh.Sh. Bozor asoslari./Darslik. -Т.: Fan va texnologiya, 2012.-212 б.
134. Қимматли қогозлар бозори саволлар ва жавобларда: тадбиркор учун қўлланма/ЎР. ДМК хузуридаги Қимматли қогозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази (таҳрир хайъати К.Толипов (раис) ва б.). – Т.: KONSAUDITINFORM-NASHR, 2010. – 348 б.
135. Шохаъзамий Ш.Ш. Янги миллий йиғма фонд индекси «SHOH COMPOSITE INDEXES»./Ўзбекистон Республикаси муаллифлик ҳуқуқлари Агентлиги (УзРААП), Регистрационное удостоверение №3315 от 04.03.2011 г.
136. Шохаъзамий Ш.Ш. Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане.//Биржа эксперт, №7-8, 2009.-с.50-57.
137. Шохаъзамий Ш.Ш. Государственная инвестиционная политика Узбекистана.//Рынок, деньги и кредит, №4, 2012.-с.50-52.
138. Чепель С.В. Воздействие глобального кризиса на Узбекистан: механизмы и меры по ограничению рисков.//Рынок, деньги и кредит, Т., №6 (145), Т., 2009.- с.9-14.
139. Азимов Р.С. “Узбекская модель” реформирования и модернизации экономики, её эффективность в преодолении последствий мирового финансово-экономического кризиса.//Материалы Международной научно-практической конференции “Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана” (на основе

книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 1.-Т.: Узбекистан, 2009.-сс.6-18.

140. Расулев А.Ф. Узбекистан как составная часть мирового пространства и глобального финансово-экономического рынка //Материалы Межд. научно-практ. конференции “Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана” (на основе книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 2.-Т.: Узбекистан, 2009.-сс.14-23.

141. Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S-J., Kose, A. (2003). 'Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence.'- Wash., DC: International Monetary Fund Occasional Paper № 220. - 86p.

142. Ўзбекистон Республикасининг иқтисодиёт, молия, инвестиция, кредит, суғурта, лизинг, солиқ ва ҳисоб соҳаларига оид қонуний-меъёрий ҳужжатлар//Право ёки Норма компьютер дастурлари.

143. Интернет-сайтлар:

<http://www.cer.uz>

<http://www.uzland.uz>

<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.oesd.org/dac/debt/>

<http://www.spglobal.com>

<http://www.fcfr.ru>
<http://www.micex.com>
<http://www.rtsnet.ru>
<http://www.mirkin.ru>
<http://www.expert.ru>
<http://www.rbc.ru>
<http://www.deponet.uz>
<http://www.stat.uz>
<http://www.gki.uz>
<http://www.standardandpoors.ru>
<http://www.wto.org>
<http://www.imf.org>
<http://www.eurostat.org>
<http://www.moody.com>
<http://www.naufor.ru>
<http://www.nfa.futures.org>
<http://www.globalfindata.com>
<http://www.europeansecuritisation.com>
<http://www.cbu.uz>
<http://www.mf.uz>
<http://www.antimon.uz>
<http://www.appraiser.ru>
<http://www.bis.yahoo.com>
<http://www.frs.com>
<http://www.mmvb.ru>
<http://www.ifmr.uz>
<http://www.isr.uz>
<http://www.tfi.uz>
<http://www.vestifinans.ru>

Iqtisodiy o'sish, investitsiyalar va moliya bozorining o'zaro bog'liqligi

Iqtisodiy o'sish, investitsiyalar va moliya bozorining o'zaro bog'liqligi to'g'risida umumiy fikrlarning nazariy isboti uchun quyidagi argumentlarni keltirish o'rinli.

Birinchi argument.

Iqtisodiy o'sish va investitsiyalarning o'zaro bog'liqligi mexanizmi Nobel mukofoti laureati P.Samuelson tomonidan «akselerator tamoyili» ko'rinishida quyidagicha ifodalangan: real YaIM o'sishi real investitsiyalar o'sishiga olib keladi, o'z navbatida real investitsiyalarning ko'tarilishi unga javoban YaIM o'sishiga sabab bo'ladi. Bu tamoyilning muhim jihati shundan iboratki, real investitsiyalar real kapital (bino va inshootlar, mashina va anjomlar) va ishlab chiqarish zahiralari bahosi ortishini bildiradi. Demak, ko'rinib turibdiki, moliyaviy instrumentlar (qimmatli qog'ozlar) yordamida real kapitalga qilingan investitsiyalarning ortishi uning bahosini oshiradi, bu esa mos ravishda moliyaviy instrument ko'rinishini olgan investitsiyalarning o'sishiga olib keladi, ya'ni 1.1, 2.1, 2.2-paragraflarda keltirilgan «moliyaviy instrument (qimmatli qog'oz) va uning real bazisi (real kapital) o'rasidagi ekvivalentlilik» tamoyilini to'g'riligini hamda iqtisodiy o'sish, investitsiyalar va moliya bozorining o'zaro bog'liqligi isbotlaydi.

Ikkinchi argument.

Birinchi argumentning so'zsiz kuchga ega bo'lganligi sababli, 1.1.1-1.1.4-rasmlarda ko'rsatilgan modellarda, $MV=PT$, $IS-LM$, $C=Y(1-S)$, $S=I$ modellarning 1.1.4-rasmdagi modelda iqtisodiy o'sish, investitsiyalar va moliya bozorining o'zaro bog'liqligi mos ravishda $SV=PI$ modeli asosida nazariy isbotini topadi.

Uchinchi argument.

$IS-LM$ modeli nuqtai nazaridan kredit stavkasi – real kapitalga qilingan pulli investitsiya bahosi, ya'ni real kapitalning oldindan moliya (kredit) bozori kon'yunkturasi asosida obyektiv belgilanadigan riskli bozor bahosi. Bu bahoning eng ishonchli minimal birlamchi (dastlabki) miqdori Markaziy bankning qayta moliyalashtirish (reinvestitsiya) stavkasi bilan belgilanadi. Ya'ni Markaziy bank bu stavkani inflyasiyaga hamohang likvid pul bilan ta'minlab iqtisodiyotni tartiblashtirishi asosida real kapital va investitsiyalarning o'zaro ekvivalent bog'liqlikdagi

eng ishonchli minimal riskli bahosini o'sishini va ungan mos ravishda eng ishonchli minimal iqtisodiy o'sish darajasini ta'minlaydi. Lekin moliya bozori operatorlari (tijorat banklari) dastlabki bahoga keyinchalik o'z hohish-istaklari ila marjalarini qo'shishlari sababli, taklif qilinajak tijorat baho vujudga keladi. Bu baho faqat ikkilamchi moliya (kredit) bozoridagina (uning funktsiyasi evaziga) obyektiv mazmunga ega bo'lib (kon'yunktura asosida), real kapital va investitsiyaning o'zaro ekvivalent bog'liqlikdagi eng obyektiv riskli bahosini o'sishi (pasayishi) va ungan mos ravishda moliya bozori yordamida eng ishonchli real iqtisodiy o'sish (pasayish) darajasi ta'minlanadi (1.1.2 va 1.1.3-rasmlardagi modellarga qaralsin). Aynan shu qonuniyat iqtisodiy o'sish, investitsiyalar va moliya bozorining o'zaro bog'liqligini isbotlaydi. Shu bilan birga bu qonuniyat moliya bozorini tartiblashtirish zarurligini ham belgilaydi (IX bob).

«Akselerator tamoyili» haqiqiy kuchga egaligini 20 yirik industrial va rivojlanayotgan mamlakatlar iqtisodiyotining 1961-2006 yillar davri bo'yicha tahlil natijalari to'liq tasdiqlaydi. Tahliliy yillar davrida yirik rivojlangan mamlakatlar iqtisodiyotida real YaIM va real investitsiyalari o'sishi sur'atlarining korrelyasiya koeffitsientlari maksimal qiymatga (ya'ni birga) yaqin bo'lgan, jumladan: Germaniyada 0.90, Fransiyada 0.87, Yaponiyada 0.81, Italiyada 0.78, AQShda 0.77, Kanadada 0.72, Buyuk Britaniyada 0.63.

Rivojlangan mamlakatlar guruhi bo'yicha real YaIMning bir foiz o'sishi real investitsiyalarni 2.8 foizga o'rtacha ortishini talab qilgan, jumladan: Buyuk Britaniyada 3.7%, Germaniyada 2.9%, Fransiyada 2.7%, Italiyada 2.4%, Kanadada 2.3%, AQShda 2.2%, Yaponiyada 1.8%. Ko'pchilik rivojlanayotgan mamlakatlar iqtisodiyotlarida 1991-2009 yillarda ushbu ko'rsatkich miqdori inflyasiya va asosiy kapital ishlatilishi samaradorligi darajalarini har hilligi tufayli sezilarli katta diapazonda o'zgartirgan.

Demak, «akselerator tamoyili» haqqoniy bo'lganligi sababli birinchi argumentni, mos ravishda ikkinchi va uchinchi argumentlarni ham to'g'ri deb topish mumkin.

Yuqorida keltirilgan tahlil natijalaridan global investitsiyalar va iqtisodiy o'sish sohasida qayg'uli tendentsiya bo'lgan jahon miqyosida iqtisodiy o'sish sur'atlarini oxirgi yarim asrda sekinlashganini ham kuzatish mumkin. 1961-2010 yillar davrida o'rtacha 12 rivojlangan mamlakatlar bo'yicha real YaIM o'sishining o'rtacha sur'atlari 4,1 foizni tashkil etgan. Oxirgi 15 yil ichida avvalgi 30 yildagi 4,7 foizga nisbatan 2,8 foizga pasaygan. 1991-2010 yillar davrida G7 guruhi

mamlakatlarning barchasida va ko'pchilik rivojlanayotgan davlatlarda avvalgi 30 yillik davrga nisbatan real YaIM ortishi yillik sur'atlari pasayganini kuzatish mumkin. Bunday holatning asosiy sababi – real investitsiyalarni o'sish sur'atlarini susayishi va YaIMda real investitsiyalar ulushini qisqarishi bo'lib, bunda davlat hukumatlari va milliy moliya bozorlarini to'liq uyg'unlashmagani, uning qatnashchilarini konservativligi, inersionligi va etarlicha samarali emasligi sezilarli namoyon bo'lmoqda.

Iqtisodiy o'sishni ta'minlash maqsadida real investitsiyalarni jalb qilishning qo'shimcha imkoniyatlarini rivojlangan, o'z funksiyasini to'liq bajaruvchi samarali (effektiv) moliya bozorlari beradi. Bunda qimmatli qog'ozlar emissiyasi sezilarli ahamiyatga ega. Ammo hozirda real investitsiyalarni jalb qilishda aksiyalar emissiyasi (IPO) ulushi jahonda pastligicha qolmoqda. Masalan, 2009 yilga kelib, real investitsiyalar bahosida aksiyalar emissiyasidan olingan daromadlar: AQShda 0.2%, Yaponiyada 0.8%, Rossiyada 4.1%, Ispaniyada 2.4%, Italiyada 5.3%, Kanadada 5.4%, Germaniyada 6.3%, Frantsiyada 8.3%, Buyuk Britaniyada 9.1%. Aytish joizki, 1990 yillar o'rtachida ko'pchilik mamlakatlarda aksiyalar emissiyasining investitsiyalardagi ulushi tez va barqaror sur'atlar bilan o'sgan bo'lib, aksiyalar emissiyasi o'sishi sur'atlarining real YaIM o'sishi sur'atlari bilan yuqori darajada korrelyasiyalanganini ko'rish mumkin.

Emissiya daromadlarini ishlab chiqarish quvvatlari o'sishi bilan bog'liq bo'lmagan maqsadlarda ishlatmaslik aksiyalar emissiyasini (IPO asosida) va obligasiyalar emissiyasini real investitsiyalar hajmiga ijobiy ta'sir ko'rstishiga to'sqinlik qilishi mumkin. Hozircha IPO bo'yicha asosiy daromad ko'p hollarda majoritar aksiyadorlarga tushmoqda, kompaniya qarzlarini restrukturizatsiyasiga yo'naltirilmoqda yoki avvalgi (eski) mulkdorlardan aktivlarni sotib olinishi bo'yicha bitishuvlarni (operatsiya larni) moliyalashtirilmoqda, ya'ni real kapital bahosini oshirish bilan bog'liq bo'lmagan maqsadlarga ishlatilmoqda. Bunday havfli holatni obligasiyalar emissiyasida ham kuzatish mumkin. Ta'kidlash joizki, bunday havfli holatlar oldini olishda va moliyaviy oqimlarni real kapital o'sishini ta'minlanilishiga yo'naltirish maqsadida keng jamoatchilik, korporativ boshqaruv mexanizmi va moliya bozori regulyatorlari tomonidan chuqur va doimiy monitoring va nazorat olib borilishi zarur. Bunda moliya bozori makroregulyatori modeli katta samara berishi mumkin (9.5-paragrafqa qaralsin).

Indikatorlar guruhlari

1. *Makromoliyaviy indikatorlar.* Ushbu guruhga moliya sohasining raqobatboshligini ifodalovchi indikatorlar kiradi. Ya'ni ularning yordamida davlat moliyasi va iqtisodiyotni real sektorining moliya bozoridagi holati ifodalanadi. Chunki ularning ikkalasi ham moliya bozorining qatnashchilari hisoblanadi. Bu guruh indikatorlarini to'rtta kichik guruhga ajratish mumkin:

A. Davlat byudjeti barqarorligini ifodalovchi indikatorlar.

1. Byudjet defisitini YaIMga nisbati 3 foizdan oshmasligi lozim.

2. Davlat qarzini YaIMga nisbati 60 foizdan oshmasligi kerak. Ichki va tashqi qarzlarning darajalari YaIMning 30 foizdan oshmasligi lozim.

3. Davlat qarzini boshqarish harajatlarining ulushini va davlat byudjeti harajatlarining umumiy hajmiga nisbati 20 foizdan oshmasligi lozim.

V. Korxonalar va tashkilotlarning qarzi yuki darajasini ifodalovchi indikatorlar.

4. Nomoliyaviy korxonalar qarzini tushumga nisbati 30 foizdan oshmasligi lozim, aks holda ularning moliyaviy barqarorligi uchun havf tug'iladi. Ushbu indikator va uning kritik qiymatlari kompaniya moliyaviy faoliyatini IAS (GAAP) standartlari asosida tahlil qilishda qo'llanila-digan ko'rsatkichlarni sintez qilish negizida shakllanadi: kompaniya qarzini xususiy kapitaliga nisbati (agar bu nisbat 1 dan katta bo'lsa, unda kompaniyaning holati riskli deb baholanadi), xususiy kapital aylanmasi koeffisienti (bu ko'rsatkich xususiy kapitalni tushumga nisbati bilan o'lchanadi, agar uning nisbati 0,2 dan kam bo'lsa (bunda kompaniya qarzlarning bir qismini, odatda uchdan bir qismini, restrukturizatsiya qilish, konvertatsiyalash va qayta kreditlash mumkinligini inobatga olsak), kompaniya moliyasini boshqarish sifati qoniqarsiz deb baholanadi).

5. Nomoliyaviy korxonalarning qisqa va uzoq muddatli qarzlari nisbati taxminan 70:30 bo'lishi kerak. Ushbu indikator nomoliyaviy sektorda risk darajasini qarz yukiga bog'liqlikda ifodalaydi.

6. Bank sektori tashqi qarzini uning jami aktivlari summasiga nisbati 30 foizdan oshmasligi lozim. Ushbu indikator mazmunan 4-chi indikatorga o'xshash, kapitalning etarililigini (12 foizdan kam bo'lmagan miqdorda) ifodalovchi 20-chi indikator hamda N11.1 normativ (me'yor)

bilan bog'liq (bu normativ xususiy kapital bo'yicha (400 foizdan ko'p bo'lmagan darajada) horijiy banklar va moliyaviy tashkilotlar oldidagi majburiyat-larning maksimal miqdorini chegaralaydi). Ushbu indikatorning kritik qiymati bank sektori riski miqdorini hisobga olgan holda ikkala ko'rsatkichni sintez qilish asosida shakllanadi.

7. Banklarning qisqa va uzoq muddatli qarzlari nisbati tahminan 70:30 bo'lishi kerak. Ushbu indikator 5-chi indikatorga o'hshash.

S. Oltin-valyuta zaxiralarining etariligi darajasi.

8. Pul bazasini oltin-valyuta zaxira bilan ta'minlanganligi darajasi pul bazasining (tor ma'noda belgilanishida) 70 foizdan kam bo'lmashligi lozim. Amaliyot shuni ko'rsatadiki, sterilizatsiya siyosati metodlari emission moliyalashtirishning inflyasion effektini neytrallashtirish imkonini (20-30 foizdan kam bo'lmagan darajada) beradi.

9. Oltin-valyuta zahiralarning etariligidini ko'rsatuvchi indikator. Oltin-valyuta zahiralarning absolyut o'sishi pul bazasini o'sishidan katta bo'lishi kerak, aks holda inflyasion jarayonlarning jadallashuvi vujudga keladi (mamlakat byudjeti va iqtisodiyotini qo'shimcha pul emissiyasi evaziga moliyalashtirish hisobiga).

10. Oltin-valyuta zahiralarning minimal (kritik) darajasi indikator. Bu daraja quyidagilar summasidan kam bo'lmashligi lozim: bir chorakdagi importning qiymat hajmi summasi hamda davlat, bank va korporativ sektorlarning qisqa muddatli qarzlari qoplash uchun zarur bo'lgan mablag' va ular bo'yicha foiz to'lovlar.

D. Iqtisodiyot faoliyatining makromoliyaviy sharoitlari indikatorlari.

11. Iqtisodiyotning monetizatsiyalashuvi darajasi (ya'ni M_2 pul agregatining YaIMga nisbati) 20-30 foizdan kam bo'lmashligi zarur. Agar uning darajasi 15 foizdan kam bo'lsa, iqtisodiyotning barterlashuvi, soliq tushumlarini kamayishi, inflyatsiyani keskin o'sishi va shu kabi boshqa salbiy holatlar kelib chiqishi mumkin.

12. Iqtisodiyotda pul bo'yicha talab va taklifning hajmi va strukturasi o'zgarishi indikator. Pul massasining (M_2) o'sishi inflyatsiya darajasi va plus YaIMni foizda o'sishining yuqori darajasidan ortmasligi lozim. Pul massasining chegaraviy (kritik) qiymatidan ortishi kredit ekspansiyasini belgisi hisoblanadi.

13. Kredit resurslari va depozitlar bo'yicha real foiz stavkasining o'zgarishini kritik darajasi. Real foiz stavkasining u yoki bu tomonga qarab o'zarishi 50 foizdan oshmasligi lozim, chunki bu ko'rsatkich mamlakatning moliyaviy va iqtisodiy tizimi uchun o'ta muhim va ta'sir

etuvchi instrument hisoblanadi. Ya'ni uni ko'rsatilgan miqdoridan sezilarli og'ishi investision jarayonga, bank tizimi faoliyatiga, moliya bozorlariga salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin, chunki iqtisodiyot sub'yektlarining hatti-harakatlarida keskin o'zgarishlar vujudga keladi, natijada iqtisodiyotda pulga bo'lgan talab va taklif kardinal tarzda o'zgaradi.

14. Rentabellik ko'rsatkichi asosida quyidagi indikatorlar hisoblanishi mumkin:

- iqtisodiyot rentabelligi. Pul bozoridagi holat qoniqarli bo'lishi mumkin, agarda rentabellik miqdori inflyasiya darajasidan ortiq bo'lsa;

- iqtisodiyotning asosiy tarmoqlari rentabelligi inflyatsiya darajasidan yuqori bo'lsa (3-5 foizga baland bo'lsa, yaxshi holat deb baholanadi);

- rentabellik va foiz stavkasi darajasi nisbati. Iqtisodiyotning rentabelligi kreditlar bo'yicha stavkalaridan darajasidan yuqori bo'lishi kerak. Bunda kreditlar stavkasi depozitlar bo'yicha stavkalaridan ortiq bo'lishi lozim. Pul qo'yimlari va depozitlar bo'yicha real daromadni ta'minlash uchun depozit stavkalari inflyasiya darajasidan baland bo'lishi talab qilinadi.

2. Iqtisodiyotdagi jamg'armalar va investitsiyalar nisbatini ifodalovchi indikatorlar. Ushbu guruh indikatorlari moliya tizimining (bozorining) muhim funktsiyasi (investitsiyalarni jamg'armalarga tarnsor-masiyalash) bilan bog'liq bo'lib, iqtisodiyotning rivojlanishi imkoniyatlarini, uning investision potentsialini, iqtisodiyot sub'yektlarining (jumladan uy ho'jaliklarini) to'lov qobiliyatini ifodalaydilar.

15. Asosiy kapitalga investitsiyalarni YaIMga nisbati 25 foizdan kam bo'lmasligi lozim.

16. Iqtisodiyotda investitsiyalar va jamg'armalar nisbati. Iqtisodiy muvozanat holatida jamg'armalar investitsiyalarga teng bo'ladi, iqtisodiyotni rivojlanishining aktiv fazasida esa investitsiyalar jamg'armalardan oshadi. Iqtisodiyotdagi jamg'armalar, kam deganda, ikki usul yordamida hisoblanadi: 1) Milliy hisoblar tizimi metodologiyasiga mos ravishda va to'lov balansining asosiy tenglamalarini qo'llagan holda; 2) asosiy sub'yektlarning (aholi, firmalar, banklar va moliyaviy tashkilotlar) iqtisodiy faoliyati jamg'armalari sifatida. Iqtisodiyotda jamg'armalar jadval ko'rinishida tizimlashtirilishi va dinamikada tadqiq qilinishi kerak.

17. Milliy va horijiy valyutalardagi jamg'armalar tuzilmasi (strukturasi). Hozirgi sharoitlarda milliy valyutadagi va horijiy valyutalardagi jamg'armalarning bir biriga nisbati 70:30 bo'lishi lozim. Agar bu nisbat buzilsa, unda iqtisodiyotni «dollarlashishi» holatini tushunish mumkin. Jamg'armaning bunday strukturasi o'zida kredit tizimi uchun sezilarli valyuta risklarni mujassamlashtiradi, chunki iqtisodiyotning milliy valyutadagi kredit va investitsiyalarga bo'lgan talabi ko'p jihatdan horijiy fondlashtirish hisobiga qondiriladi.

18. Kapital qo'yilmalar uchun jamg'armalarni to'liq ishlatilmaganligining kritik darajasi jamg'armalar hajmi investitsiyalardan 30 foizga ortiq bo'lsa vujudga keladi. Ushbu indikator Pareto nisbatidan keltirib chiqariladi. Bunda, odatda, 10 foizga yaqin jamg'armalar o'ziga moliya bozorlarini jalb qilishi hisobga olinadi. Ushbu indikatorga rioya qilmaslik iqtisodiyotda normal investision jarayonning kechishi buzilganligidan dalolat beradi.

19. Mamlakatdan kapitalni «nolegal» chiqib ketishi darajasi. Uning bu darajasi «Joriy operatsiyalar» schetining (hisobining) yarmisidan oshmasligi lozim.

3. Bank tizimi faoliyati indikatorlari. Ushbu indikatorlar bank tizimining iqtisodiyotda va moliya tizimida faoliyati ko'rsatkichlarini ifodalaydi.

20. Banklar kapitalining etariligi me'yori (normativi). Ushbu indikator banklarning xususiy kapitalini ularning aktivlariga (og'irligi tenglashtirilgan risklarni hisobga olingan holda) bo'lgan nisbati bilan hisoblanadi. Indikatorning miqdori Bazel kelishuvlariga muvofiq (*Basel II, Basel III*) 12 foizdan kam bo'lmasligi lozim.

21. Bank tizimining umumiy (jami) aktivlarini YaIMga nisbati. Ideal holatda ushbu indikator pozitiv iqtisodiy dinamikali rivojlanayotgan mamlakatlar uchun 80-100 foizni tashkil etishi lozim.

22. Mablag'lar (kredit va depozitlar) jalb qilinishi va joylashtirilishining o'rtacha muddatlari. Normal rivojlanayotga iqtisodiyotlarda bu muddatlar bir biriga mos bo'ladi. Aks holda quyidagi ikki holatdan birini kuzatish mumkin: 1) 20-30 foiz kapitaldan ortiq mablag'larni jalb qilish va joylashtirish uning rixsat etilgan yo'qotilishi darajasidan oshib ketishi mumkin; 2) bank sektorining sof horijiy majburiyatlari darajasini shunday darajaga etadiki, qachonki milliy valyuta kursini kutilmaganidagi o'zgarishi bank sektorining kapitalizatsiya darajasiga havf tug'dira boshlaydi. Banklarning o'z majburiyatlarini 20 foizi darajasida

to'lov qobiliyatiga ega bo'la olmasligi, ularni o'z kapitalini yo'qotishini anglatadi.

23. Kredit va depozitlarning vaqt muddati strukturasi quyidagicha bo'lishi lozim: muddati bir yilgacha bo'lgan kredit va depozitlar ulushi 30 foizdan kam; muddati bir yildan ortiq kredit va depozitlar ulushi esa 70 foizdan yuqori. Qisqa muddatli pullarga ega bo'lgan mamlakat bank tizimi o'zining asosiy funksiyasini (ya'ni jamg'armalarni konsolidatsiya qilish va ularni investitsiyalarga transformatsiyalash, investitsion va iqtisodiy o'sishga ko'maklashish) normal bajara olmaydi.

24. Banklarning horijiy aktivlar bilan bog'liq pozitsiyasini bank tizimining umumiy xususiy kapitaliga (absolyut miqdori bo'yicha) nisbati 20 foizdan ortiq bo'lmasligi lozim. Aks holda, valyuta kursini keskin o'zgarishida bank tizmi uchun qaytmas oqibatlariga olib kelishi mumkin, ayniqsa agar horijiy passivlar (mamlakat iqtisodiyotiga kredit va investitsiyalar, milliy banklar tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlar va boshqa moliyaviy instrumentlar) horijiy aktivlardan (chet elga chiqarilgan investitsiyalar, horijiy sheriklarga berilgan ssuda va qarzarlar, chet el korxonalarining qimmatli qog'ozlari) ancha ko'p bo'lsa.

25. YalMdagi bank aktivlari ulushi dinamikasini iqtisodiyotning monetizasiya darajasiga nisbati. Bu nisbat tahmi-nan 100 foizni tashkil etishi lozim. Ushbu shartni buzilishi quyidagilardan dalolat berishi mumkin: bank sektorining kapitalizatsiya darajasi va barqarorligi pasayadi, uning iqtisodiyotdagi pul resurslarini o'stirishi va jamlashi imkoniyatlari kamayadi, ya'ni bank tizimining kredit imkoniyatlari kamayadi yoki bank tizimini horijiy investitsiyalarga bog'liqligi ortadi.

26. Banklar aktivlarida kredit portfelining ulushi 45 foizdan ortiq bo'lishi lozim, chunki bundan kam bo'lsa, banklarning faoliyati chet el operatsiya lariga yoki fond instrumentlari bilan bog'liq spekulyativ operatsiya larga tomon og'adi.

27. Banklarning xususiy kapitali rentabelligi – *ROE* koeffitsienti (ya'ni, banklarning sof foydasini xususiy kapitaliga nisbati). Rivojlana-yotgan mamlakatlarda bu ko'rsatkich 15 foizdan kam bo'lmasligi lozim. Bu indikator bank sektori kapitalining BIS (*Basel Institute of Settlements*) bo'yicha etariligi ko'rsatkichi bilan birga ko'riladi. Ushbu ko'rsatkichlar asosida bank tizimining daromadlilik tendentsiyasi va barqarorligi hamda TOR-25 vakillari bo'lgan alohida banklar tahlil qilinadi.

28. Banklar aktivlari rentabelligi – *ROA* koeffitsienti (banklarning sof foydasini aktivlariga nisbati). Rivojlana-yotgan mamlakatlarda bu

ko'rsatkich 1-2 foizdan kam bo'lmasligi lozim. *ROA* koeffitsientining past darajasi «The Banker» renkingidagi banklarning TOR-1000 o'rtacha ko'rsatkichiga mos keladi va bank sektori uchun kapitalning optimal richagini belgilaydi.

29. Banklarning kredit portfelidagi «yomon» kreditlar ulushi. Ushbu mezonning 10 foizli miqdori rivojlanayotgan mamlakatlar uchun quyidagilarni anglatadi: iqtisodiyotning negativ rivojlanishi ssenariysida banklar kapitalining tahminan uchdan biri zararga yozilishi mumkin, bu holda tizimli bank inqirozining rivojlanishi ehtimoli juda yuqori bo'ladi.

30. Bank tizimining konsentrasiyasi darajasi. Ushbu indikatorning normal darajasini aniqlashda 80:20 nisbatda Pareto prinsipi (tamoyili) qo'llaniladi, ya'ni 20 foiz banklarga 80 foiz bank tizimi aktivlari (yoki kapitali) to'g'ri keladi. Agar shu nisbatga yoki unga yaqin miqdorga rioya qilinsa, bank sektorining konsentrasiya darajasi umuman olganda normal hisoblanadi. Bu nisbatdan og'ish mamlakatda kapitalni va/yoki aktivlarni taqsimlanishi tizimi nooptimal shakllanganidan dalolat beradi.

31. Banklarning banklararo kreditlashga bog'liqligi, banklararo kreditlarni banklar passivlariga nisbati 20-25 foizdan oshmasligi lozim. Ushbu indikatorga rioya qilmaslik, banklarning ko'p qismi o'z funktsiyasini bajarmasligini anglatadi. Bundan tashqari, qisqa muddatli banklararo bozor hisobiga kreditlashni moliyalashtirish qo'shimcha risklarni o'zida mujassamlashtiradi, ya'ni banklararo kreditlar bozorining lokal inqirozi (krizisi) bank tizimining umumiy krizisini «domino» prinsipi bo'yicha keltirib chiqarishi mumkin.

4. Narx-navo indikatorlari. Narxlar darajasini aniqlash moliya tizimining (bozorining) alohida sintetik funktsiyasi bo'lganligi sababli ularni alohida guruh sifatida ajratilib chiqarilgan. Narxlar dinamikasini tahlil qilish eng murakkab muammolardan hisoblanadi, chunki ularni shakllanishi asosida ko'pdan ko'p turli omillar va jarayonlar yotadi. Ushbu guruhga quyidagi indikatorlar kiradi:

32. Yillik inflyatsiya darajasi 25 foizdan oshmasligi lozim. Rivojlangan mamlakatlarda inflyatsiya darajasi 2-5 foizni tashkil qiladi.

33. Turli tovarlar va xizmatlar guruhlarining narxi dinamikasi. Rivojlanayotgan mamlakatlarda asosiy tovarlarning narxlari (energiya narxi, transport tariflari va h.k.) rivojlangan mamlakatlardagi shu kabi tovarlar narxidan 30-40 foiz pastroq bo'lishi maqsadga muvofiq (*Eurostat* tomonidan muntazam hisoblanadigan paritet kursi bo'yicha).

5. Moliya bozorini ifodalovchi indikatorlar.

Moliya bozorining finansometrik (sek'yurimetrik) parametrlari (indikatorlari) va ularning chegaraviy miqdorlari, moliya tizimi va iqtisodiyotning indikatorlari bilan uzviy bog'liq bo'lib¹⁵⁰, ularni shartli ravishda quyidagi pog'onalarda ko'rish mumkin:

- jahon (global) moliya bozorlari muhitini metadarajada ifodalovchi finansometrik indikatorlar. Bu indikatorlar yordamida jahon moliya bozorlari va milliy iqtisodiyotlarning bir-birlari bilan o'zaro global bog'liqlikdagi tendentsiyalari va muammolari ifodalanadi;

- milliy moliya bozori muhitini makrodarajada ifodalovchi finansometrik indikatorlar. Bu indikatorlar yordamida moliya bozori va iqtisodiyotning o'zaro adekvatlilik, ekvivalentlilik darajasi (kvazianalogiyalar prinsipi asosida moliya bozorining iqtisodiyotni «egiz-analogi» sifatida) ifodalanadi;

- moliya bozori qatnashchilarini mikrodarajada ifodalovchi finansometrik indikatorlar. Bu indikatorlar yordamida moliyaviy instrumentlar va ularni muomalaga chiqaruvchisining o'zaro adekvatlilik, ekvivalentlilik darajasi (kvazianalogiyalar prinsipi asosida moliyaviy instrumentlarning o'z bazisi bilan «egiz-analog» sifatida) ifodalanadi.

34. Qimmatli qog'ozlar bozori kapitalizatsiyasining o'sishi tempini YaIM o'sishi tempiga nisbati. Uning miqdori o'rta va uzoq muddatlarda 1,1-1,2 miqdor darajasidan oshmasligi lozim. Agar bu indikatorning chegaraviy (kritik) miqdorlaridan keskin siljishlar kuzatilsa, unda bunday og'ishlarni keltirib chiqaruvchi omillarni sekyurimetrik tahlil qilish kerak bo'ladi. Aytish joizki, bu indikatorning me'yorida haddan tashqari yuqori miqdori va uning pasayishi iqtisodiyot va moliya bozori uchun havfli hisoblanadi. Ya'ni qimmatli qog'ozlar bozori va iqtisodiyotning o'zaro ekvivalentlilik darajasi buziladi.

35. Davlatning qimmatli qog'ozlari daromadlilikini YaIM o'sishi tempiga nisbati 1 (birdan) kichik bo'lishi lozim. Aks holda, davlat byudjetining qarz yukini oshishiga, davlat qarzining «piramidasiga» (natijada esa defoltga) olib kelishi mumkin.

36. Moliyaviy instrumentlarga (jumladan qimmatli qog'ozlarga) qilingan joriy investitsiyalar portfellari ulushini mamlakatdagi umumiy horijiy investitsiyalarga nisbati 25 foizdan yuqori bo'lmasligi kerak. Aks holda, investorlar mamlakat iqtisodiyotini etarlicha barqaror emas

¹⁵⁰ Moliya bozori indikatorlarining bunday bog'liqligi uning iqtisodiyot bilan ekvivalentlilik, «egiz-analog» bo'lganligi (ya'ni iqtisodiyotning «barometri») va unga ta'sir ko'rsatishi bilan belgilanadi.

deb baholaydilar va kapitalarini uzoq muddatli investitsiyalarga yo'naltirish o'miga spekulyativ operatsiya larga yo'naltiradilar.

37. Bozorni xo'jalik oborotida bo'lgan qimmatli qog'ozlar bilan to'yinganligi. Bu indikator qimmatli qog'ozlar bozorining kapitalizatsiya darajasi bilan aniqlanadi. Uning bu darajasi ikki usul yordamida hisoblanishi mumkin: 1) bozor muomalada bo'lgan qimmatli qog'ozlar (aksiyalar va boshqa emissiyalanuvchi turlari) hajmini emitentlar soniga nisbati; 2) birjada tuzilgan va amalga oshirilgan shartnomalar asosida vujudga kelgan aksiyalarning real oborotini birja savdosi kotirovkasida bo'lgan qatnashchilari (emitentlari) soniga nisbati. Ushbu indikator yordamida qimmatli qog'ozlar bozorini iqtisodiyotdagi roli va funktsiyalarini baholash, umuman olganda uni boshqa mamlakatlar bozorlariga nisbatan rivojlanganligi darajasini aniqlash mumkin.

38. Yil yoki ma'lum davrlar natijasi bo'yicha moliyaviy instrumentlar (jumladan qimmatli qog'ozlar) savdosi hajmi oldingi yillarga (davrlarga) nisbatan ijobiy o'sish tendentsiyasiga ega bo'lishi lozim. Emissiyalanuvchi qimmatli qog'ozlar hajmi bo'yicha o'sish tendentsiyasi YaIM o'sishiga mutanosib bo'lishi kerak.

39. Moliya bozorida investitsiya risklari darajasi. Ideal holda uning darajasi moliya bozorida valyuta yoki kredit risklaridan past bo'lmasligi lozim, ya'ni uning darajasi ko'rsatilgan risklarning 20 foizi darajasidan oshmasligi kerak. Real holatda esa bu daraja tizimli, tarmoqlar, emitentlar va investorlar risklaridan tashkil topadi.

40. Derivatlar (option, f'yuchers, svop, forvard va h.k. qimmatli qog'ozlar) bozori hajmini bazaviy qimmatli qog'ozlar hajmiga nisbati. Bu indikatorning kritik miqdori Pareto prinsipi asosida aniqlanadi, ya'ni derivativlar bozori hajmi va bazaviy qog'ozlar hajmi o'zaro mutanosiblikda tahminan 80:20 nisbatda bo'lishi lozim.

41. Moliya bozorining operasion tuzilmasi tarkibiga kiruvchi malakaviy (professional) insututlar soni va hajmi dinamikasi. Bu indikatorning dinamikasi bozor hajmiga mutanosib o'sish tendentsiyasiga ega bo'lishi lozim.

42. Fond bozori indeksini kritik o'zgarishi. Uning bir savdo sessiyasidagi chegaraviy miqdori pasayishi/o'sishi 5 foizdan ortganligi holatlari hisoblanadi. Agar bu miqdor undan ham oshib ketsa, tashkil-lashgan bozor uchun nohush hisoblangan volatillikka olib keladi.

43. Milliy valyutada dollar kursini o'sishi tempi (sur'ati) va fond bozori indekslarining o'sishi tempi nisbati. O'rta muddatda fond bozori indeksining o'sish sur'ati valyuta kursini o'sishi tempidan yuqori

bo'lishi lozim. Aks holda investorlar tomonidan mamlakatda iqtisodiy kon'yunktura yoki uning alohida tarmoqlari salbiy baholanishini ko'rsatadi. Ushbu indikator yordamida qulay iqtisodiy kon'yunktura va iqtisodiy o'sish sharoitlarida kompaniyalarning EKV hisobida ifodalangan bozor qiymati (biznesi) ortishini ko'rish mumkin.

44. Qimmatli qog'ozlar bozorining volatilligi (foizlarda ifodalangan oylik fond indeksleri miqdorining standart og'ishi) chegaraviy me'yorning 5 foizidan ortmasligi lozim (40-indikatorga qaralsin). Aks holda bozorning barqoroligi buziladi.

45. Moliya bozorining finansometrik (qimmatli qog'ozlar bozorining sek'yurimetrik) sifat darajasi. Bu indikator yordamida iqtisodiyot va moliya bozorining o'zaro ekvivalentligi darajasi muvozanatlashuvchi kvazianalog modellar asosida modellashtirilib aniqlanishi mumkin¹⁵¹.

46. Moliya bozorining turli (tashqi, makro- va mikrodarajadagi) omillar va risklar ta'siri sharoitlarida egiluvchan moslashishi darajasi. Bu indikator kompleks ko'rsatkich bo'lib, moliya bozorining raqobatbardoshlik, moliyaviy xavfsizlik va barqororlik ko'rsatkichlari chegaraviy (hech bo'masa qoniqarli) qiymatlarini saqlab qolgan holda bunday sharoitlarga egiluvchan moslashishi xossasini ifodalaydi. Indikator quyidagi umumiy ko'rinishdagi makromoliyaviy mezon (vektor ko'rinishdagi kriteriy) asosida baholanadi: $E = I_T - I_R$, bunda: E – egiluvchan moslashuvlilik darajasi; I_T – moliya bozorining barcha indikatorlarini talab qilingan (ma'lum bir joriy yoki kelgusi davrda etalon sifatida qabul qilinishi mumkin bo'lan potentsial) miqdorlari; I_R – moliya bozorining barcha indikatorlarini real shakllangan (mavjud) miqdorlari. Ushbu indikatorning qiymati minimum bo'lsa, egiluvchan moslashuvlilik darajasi maksimum hisoblanadi. Umuman olganda, bu indikator moliya bozorining iqtisodiyotga va tashqi hodisalarga (global jarayonlarga) ekvivalentligini baholaydi.

47. R/E ko'rsatkichi dinamikasi – «foydaga nisbatan barobar ko'paygan» (moliyaviy qo'yilmalarning yillar davomida qoplanishi). Bu ko'rsatkich bozor tomonidan kompaniyaning u yoki bu qimmatli qog'ozini qay darajada baholashini ifodalaydi. Umuman iqtisodiyotning ideal holatida uning darajasi 5-6 yil oralig'ida bo'lishi kerak, chunki aynan shu oraliq asosiy kapitalga qo'yilgan investitsiyalar qoplanilishining normal muddatiga mos keladi. Ushbu ko'rsatkich ikki usul yordamida hisoblanishi mumkin:

¹⁵¹ Шохаъзамий Ш.Ш. Основы секьюристрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-cc.55-64, 314-318.

1) R/E = Oddiy aksiyalarning bozor kursi/Bir dona aksiya bo'yicha daromad (EPS);

2) R/E = Kapitalizatsiya/ $EBITDA$ (foizlar, dividendlar va soliqlar to'lanilishidan oldingi foyda).

48. Muomalaga chiqariluvchi qimmatli qog'ozlarini sek'yurimetrik sifati darajasi. Ushbu indikator yordamida muomaladagi qimmatli qog'oz va uning bazisi orasidagi o'zaro ekvivalentlilik darajasi aniqlanilishi (baholanilishi) mumkin¹⁵². Uning asosida qimmatli qog'ozlarni bazisiga nisbatan ortiqcha yoki kam qiymatda baholanganligi darajasini aniqlash mumkin.

49. Moliyaviy instrumentlarni (jumladan qimmatli qog'ozlarni) chiqaruvchilarning moliyaviy holatini ifodalovchi barchaga ochiq ma'lum qilinadigan miqdoriy parametrlar (koeffisientlar), ularning soni qirqdan ziyod. Bu fundamental ko'rsatkichlar moliya analitiklari tomonidan muntazam baholanib boriladi.

50. Korporativ boshqaruvning (kompaniyaning korporativ siyosati) miqdoriy reyting darajasi. Bu indikator maxsus reyting agentliklari tomonidan muntazam ravishda belgilanib boriladi.

51. Moliya institutlarining bozor faolligi. Bu ko'rsatkich bozor va moliya analitiklari tomonidan muntazam baholanib boriladi. Masalan, bu ko'rsatkich moliya bozori oborotining hajmini moliya institutlari o'rtasida o'rtacha taqsimlanishi darajasi yoki har bir moliya institutining bozor oboroti hajmidagi ulushi sifatida ifodalanishi mumkin.

52. Moliyaviy instrumentlarni chiqarilishi soni, hajmi va joylash-tirilishi dinamikasi. Muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlar hajmi sof foydani kapitalizatsiya summasidan kam bo'lmasligi lozim. Rivojlan-gan mamlakatlarda qimmatli qog'ozlarning birlamchi bozorda joylash-tirilishi hajmlari bozorning umumiy hajmini 5-15 foizini tashkil etadi.

53. Fond bozorida likvid muomalada bo'lgan qimmatli qog'ozlar ulushi. Bu ko'rsatkich fond bozorida likvid aylanayotgan qimmatli qog'ozlarning davlat yagona reestrda hisobi yuritilayotgan qimmatli qog'ozlarning umumiy hajmidagi ulushini bildiradi. Ushbu ko'rsatkich yordamida mamlakatda chiqarilgan va likvid (aktiv) muomalada bo'lgan qimmatli qog'ozlarning ulushini bilish mumkin.

54. Fundamental nuqta nazardan valuta kursining foiz punktlarda o'zgarishi (V_{fp}), ya'ni (V_{fp}/YIM_{fp}).

¹⁵² Шохъязмиёв Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-с.297-318.

Qimmatli qog'ozlar bozorlari indeklari

Fond indekslarining turlari va geografiyasi

AQSh fond bozorining indeklari

Dow Jones Indexes

1884 yil 3 iyul kuni ilk bor Charlz Dou tomonidan «*Wall Street Journal*» jurnalida birja indeksi sifatida taklif etilgan bo'lib, *Dow Jones Railroad Average* deb atalgan va hisoblashda o'z ichiga 9 temir yo'l va 2 sanoat kompaniyalari aksiyalarini olgan. Uni hisoblash metodikasi juda sodda, ya'ni 11 kompaniya aksiyalari narxining o'rtacha arifmetik qiymati hisoblangan. Bunda birinchi savdo kunining yopilishi paytidagi indeks ko'rsatkichi 69,93 punkttni tashkil etgan bo'lib, o'sha kuni unga kirgan aksiyalarning jami summasi 769,23 punkttni tashkil qilgan.

1896 yil 26 may kundan boshlab, bu indeksning «o'rtacha sanoat» indeksi, ya'ni *Dow Jones Industrial Average (DJIA, DJA)* deb nomlangan yana bir turi kiritilgan. Bu indeks ham avvalgisiga o'hshash hisoblanib topilgan bo'lib, o'z ichiga sanoat kompaniyalari aksiyalarini olgan.

1928 yilda indeksni hisoblash metodikasiga o'zgartirishlar kiritildi, ya'ni maxsus ko'paytma (joriy vaqtdagi bo'luvchi – *current divisor*) kiritildi. Bu o'zgartirish yangi aksiyalar emissiyasi, aksiyalarni maydalash yoki yiriklashtirish (konsolidatsiyalashtirish), dividendlar to'lash, kompaniyalar ro'yhatini (listingini) o'zgartirishi va shu kabi h.k. jarayonlar tufayli yuzaga kelgan indeks ishorasining o'zgarishini oldini olish uchun yuzaga keldi.

1929 yildan boshlab muomalaga 20 kommunal xizmat kompaniyalari Aksiyalari kiritilganidan keyin, *Dow Jones Utility Average* indeksi kiritildi. Keyinchalik bu kompaniyalarning soni 15-taga qisqartirilgan. Undan keyin bu indeks o'zgar olmay turgan.

1970 yilda eng birinchi indeks bo'lgan *Dow Jones Railroad Average* indeksi nomi «transport», ya'ni *Dow Jones 20 Transportations Average*, indeksi deb nomlana boshlagan. Bunga sabab, listinga temir yo'l, yuk tashuvchi va aviakompaniyalar kiritilgan.

Hozirda har bir uch indeksning shoh supasida *Dow Jones Composite Average* indeksi turadi. Unga *Dow Jones* indeksi oilasining boshqa indekslariga kiruvchi va Nyu York fond birjasida savdo qilinuvchi avval 65 yirik kompaniya Aksiyalari kirgan. Nyu York fond birjasining umumlashtirilgan (yig'ma) indeksi – *NYSE Composite*

birjaning asosiy indeksi bo'lib xizmat qiladi. Bu indeks birja listingidan o'tkazilgan 2300 kompaniya Aksiyalarini narxi bo'yicha o'Ichaydi. *NYSE Composite* indeksi mohiyatan birjadagi Aksiyalarning o'rtacha qiymatini ifodalab keladi va Dou Djons indeksi oilasidagi indekslardan farqli ravishda punktda emas, balki dollarda o'Ichaydi. *NYSE Composite* indeksi bo'yicha f'yucherslar birjaning o'zida savdo qilinadi, f'yuchers shartnomalari birjaning opsiolar bo'linmasi bo'lgan f'yucherslar birjasida sotiladi.

1988 yildan beri Dou Djons indeksini 700 kompaniya aksiyalar bo'yicha Nyu York fond birjasida hisoblanib kelinmoqda. Shu bilan birga transport va kommunal xizmat kompaniyalari aksiyalari hamda 40 kompaniya obligasiyalari bo'yicha ham indekslar hisoblanmoqda.

Biroq uzoq vaqt davomida birja listingiga kirgan aksiyalar bir necha marta o'zgarganiga qaramasdan, indekslarning hisoblash metodologiyasi deyarli o'zgarmagan. Indeksning tarkibi unga kirgan aksiyalarning barqarorligi o'zgarib turgan, masalan, ba'zi kompaniyalarning aksiyalari unga bir kirib bir chiqib turgan, *General Electric* kompaniyasi aksiyalari esa ba'zida butunlay bozorda yo'q bo'lib ketish va yana paydo bo'lishi hollari ham bo'lgan. Ta'kidlash joizki, indeksga «yangi iqtisodiyot» kompaniyalari Aksiyalari uzoq muddat davomida kiritilmay kelgan (masalan, *Microsoft* kompaniyasi) va ularni keyinchalik kiritilishi indeksning ahamiyatiga bir muncha qiyinchiliklar keltirib chiqargan. Lekin, bunga qaramasdan, bunday kompaniyalar Aksiyalarining ideksga kiritilishi uning ahamiyatini yanada oshirdi va AQSh fond bozoridagi kuchlarni real (obyektiv) taqsimlanishiga olib keldi.

Hozirda *Dow Jones* indeksiga Chikago birjasida (*Chicago Mercantile Exchange*) f'yucherslar savdolari amalga oshirilmoqda. *Dow Jones* indeksidan tashqari AQSh fond bozorida boshqa indekslar ham mavjud. Ular qatoriga quyidagilarni kiritish mumkin.

AMEX Indexes

American Stock Exchange – Amerika fond birjasi uchta indeks bilan ishlaydi. Birinchisi, *AMEX Major Market Index* indeksi bo'lib, unga 20 yirik sanoat kompaniyalari Aksiyalari kiradi. Bu birja listingiga kirgan kompaniyalar aksiyalari Nyu York fond birjasida ham sotiladi.

Ikkinchisi, *AMEX Market Value Index* indeksi (1973 yilga kiritilgan) bo'lib, unga birja listingidan o'tgan 800-dan ziyod turli tarmoqlarga oid kompaniyalar aksiyalari kirgan. Birja muomalasiga depozitar guvohnomalar (tilhatlar) va obuna sertifikatlari ham kiritilgan.

Aksiyalar bo'yicha dividendlar to'lanishi bilan bog'liq reinvestitsiya hisob-kitobini amalga oshirish birjaning o'ziga xos xususiyatidir. Birjada ushbu indeks bo'yicha opsiyonlar ham sotiladi.

Uchinchisi, *AMEX Composite*, indeksi (1995 yilning 29 dekabr kunidan kiritilgan) bo'lib, birjada sotiladigan qimmatli qog'ozlarning barcha turlarini umumlashtirilgan kompozit indeksidir.

NASDAQ Indexes

1971 yil 8 fevral kuni dunyodagi birinchi qimmatli qog'ozlarning elektron savdosi bozori – *National Association of Dealers Automated Quotation (NASDAQ)* ishga tushdi. 1994 yilda *NASDAQ* bozorining o'rtacha yillik aylanmasi (oboroti) hajmi Nyu York fond birjasinikidan oshib ketdi.

1998 yilda *NASD* va *AMEX* o'zaro birlashib, yagona *NASDAQ AMEX Market Group* tashkil topdi. *NASDAQ* indeksleri guruhiga quyidagilar kiradi:

1. *NASDAQ Composite* (ko'p hollarda uni *NASDAQ* deb atashadi) umumlashgan (yig'ma) indeks (kapitalizatsiya bo'yicha mutanosib vaznlashtirilgan) bo'lib, listingdan o'tgan 4381 amerika va horijiy kompaniyalar (umumiy kapitalizatsiyasi 6000 mlrd. dollar bo'lgan) aksiyalari holatini hisobga oladi. Bu bozorda asosan (ko'p jihatdan) «yangi iqtisodiyot» kompaniyalari, ya'ni yangi texnologiyalar va texnika ishlab chiqaruvchi kompaniyalar qimmatli qog'ozlari muomalada bo'ladi. Bunda horijiy kompaniyalarning salmog'i Nyu York fond birjasi va Amerika fond birjasidagi kompaniyalarning jamidan ham ko'p.

2. *NASDAQ National Market Composite* indeksi – Amerika milliy bozori birja tizimi qismining listingi bo'yicha *NASDAQ* bosh indeksi analogi. Bu indeks o'zida 4013 kompaniya Aksiyalari bo'yicha quyidagi indekslarni qamragan: sanoat indeksini (2860 kompaniya aksiyalari), bank Aksiyalari indeksini (224 bank), sug'urta kompaniyalari indeksini (106), transport kompaniyalari indeksi (65) va boshqa indekslarni.

3. *NASDAQ-100* indeksi, unga tarmoqlar bo'yicha guruhlangan 100 «yangi iqtisodiyot» kompaniyalariga oidlari kiradi. Indeksda 1998 yildan boshlab har bir kompaniya Aksiyasi bo'yicha na faqat «kapitalizatsiya bo'yicha mutanosib vaznlashtiriladi», balki og'irlik koeffitsientiga har chorakda qo'shimcha tarzda aniqliqlashtirishlar kiritiladi. Bunday holat indeks tendentsiyasida qo'shimcha noaniqliklarni keltirib chiqaradi. Lekin metodikani ishlab chiqqan mutahassislar bunday holatni foydili deb fikr bildirganlar.

4. *NASDAQ* indeksi tarmoqlar bo'yicha farqlanib hisoblanadi, buda quyidagi indekslarni misol qilib ko'rsatish mumkin: *NASDAQ Financial-100*, *NASDAQ Industrial*, *NASDAQ Transportation*, *NASDAQ Bank*, *NASDAQ Telecommunications*, *NASDAQ Insurance*, *NASDAQ Computer*, *NASDAQ Other Finance*, *NASDAQ Biotechnology*. Bu indekslar Amerika iqtisodiyoti tarmoqlaridagi holatni aks ettiradi, lekin *Off-shore* foydalanuvchilar uchun qiziqish uo'g'otmaydi. *NASDAQ* indekslariga fyuchers va opsiolar Chikago birjasida (*Chicago Mercantile Exchange*) savdo qilinadi.

Standard & Poor's (S & P) Indexes

Yirik reyting agentliklaridan bo'lmish *Standard & Poor's* tomonidan hisoblab chiqiladigan indikatorlar dunyodagi eng tarqalgan indekslardir. Ularning tarixi 1941-1943 yillarga borib taqalib, asosiylari quyidagilar:

1. *Standard & Poor's 500* – 500 yirik (kapitalizatsiya darajasi yuqori bo'lgan) amerika kompaniyalari bo'yicha hisoblanadigan bosh indeks bo'lib, unda «kapitalizatsiya bo'yicha mutanosib vaznlashtirish» texnologiyasi (metodikasi) qo'llaniladi. Hozirda bu indeks o'z ichiga quyidagi tarmoqlar bo'yicha kompaniyalar sonini o'z ichiga oladi: 400 sanoat, 20 transport, 40 kommunal ho'jalik va 40 moliya kompaniyalarini. Bu indeksda Nyu York fond birjasi savdosidagi kompaniyalarning 80 foizidan ziyod aksiyalari hisobga olinadi, unga *AMEX* va birjadan tashqari oborotda (muomalada) bo'lgan aksiyalar ham kiradi. Ushbu indeks real sektor bilan bog'liq bo'lgan treyder va menejerlar o'rtasida eng ko'p qo'llaniladigan indekslardan hisoblanadi.

2. *Standard & Poor's 100* – 100 yirik amerika kompaniyalari (Chikago tovar birjasida ular bo'yicha opsiolar mavjud bo'lganlari) bo'yicha hisoblanadigan indeks bo'lib, unda «kapitalizatsiya bo'yicha mutanosib vaznlashtirish» metodikasi qo'llaniladi. Bu indeksga asosan sanoat kompaniyalari aksiyalari kiradi.

3. *Standard & Poor's tarmoqlar bo'yicha indeklari* – AQSh iqtisodiyotining barcha tarmoqlarini ifodalovchi 90-ga yaqin indeks.

4. *Standard & Poor's* agentligi tomonidan hisoblab topiladigan boshqa ko'p sonli indekslar ham mavjud. Geografik nuqtai nazardan *Standard & Poor's* indeklari dunyoning regionlarining ko'p qismini qamraydi. Kompaniyalarni kapitalizatsiya hajmi bo'yicha guruhlashtiruvchi indeklari ham mavjud. Bunday indekslar qatoriga quyidagilarni kiritish mumkin: *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.

Barcha S&P indeklari umumiy metodologiyaga asoslanganligi uchun ularni o'zaro solishtirish oson kechadi.

S&P indeklariga chiqariladigan fyuchers va opsiyonlar Chikago tovar birjasi (*Chicago Mercantile Exchange*) savdolariga kiritilgan.

Russel Indexes

Frank Russel Company (Tacoma, WA) kompaniyasi tomonidan chop etiladigan indekslar kapitalizatsiya miqdori belgisi bo'yicha tanlab olingan kompaniyalar holatini aks ettiradi. Kompaniyaning indeksni hisoblashdagi bu yangiligi (yangi yondashuvi) iqtisodiyotni yirik va kichik biznesga alohida ta'sirini aniqroq baholash imkonini beradi.

1. *Russel 1000 Index* Amerikaning 1000-ta kapitalizatsiya darajasi ayniqsa yuqori bo'lgan kompaniyalarining holatini ifodalaydi.

2. *Russel 2000 Index* kapitalizatsiya darajasi kichik bo'lgan kompaniyalarning (*Smallcap companies* – kapitalizatsiyasi 380 mln. dollardan kam bo'lgan kompaniyalar) holatini ifodalaydi.

Wilshire 5000 Indexes

Fond bozorining eng yirik indeklaridan bo'lib, o'zida Nyu York fond birjasi (*NYSE*), Amerika fond birjasi (*AMEX*) va *NASDAQ* tizimi listingiga kirgan 5000 kompaniya holatini ifodalaydi.

Goldman Sachs Technology Indexes (GSTI)

GSTI indeksi oilasi o'zining tipik hisoblash metodikasi va ma'lum bir tarmoqqa yo'naltirilganligi bilan mutahassislar uchun qulaydir. orasida qiziqish qozongan. Bu oilaga quyidagi indekslarni kiritish mumkin: *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

Bu indekslar o'zining hisoblash metodikasini xususiyatlari bilan mutahassislarda qiziqish uyg'otgan, bo'lib, *Value Line* kompaniyasi tomonidan ikki turi bo'yicha (*Value Line Composite (Arithmetic) Index* va *Value Line Composite (Geometric) Index*) hisoblanib chop etilib boriladi. Ushbu indekslar 1700-dan ortiq kompaniyalar aksiyalarini qamrab olgan. Indeksni hisoblashda qo'llaniladigan metodika fond bozorida holatni yaxshi aks ettirmaydi, lekin bozordagi dinamik spekyulantlar uchun juda foydali.

Moody's o'rtacha indeksi sanoat, temir yo'l transporti va kommunal xizmatlar kompaniyalari holatini aks ettiradi.

Boshqa horij mamlakatlari fond bozorlari indeklari

Boshqa mamlakatlar fond bozorlari indeklari soni AQSh fond indekslariga miqdoriga qaraganda ancha kam, *Off-shore* foydalanuvchilariga uchun esa ularning faqat bittasi qiziqish uo'g'otishi mumkin. Uning sababi juda oddiy, birinchidan, bu bozorlarda AQSh bozoriga qaraganda kompaniyalarning kapitalizatsiya darajasi ancha kam, ikkinchidan, regional kompaniyalarning boshqa boshqa bozolariga ko'rsatadigan ta'siri unchalik kuchli emas. Shuning uchun boshqa mamlakatlar fond indekslarini regional indekslar deb yuritish mumkin. Ularning qatoriga quyidagilarni kiritish mumkin.

FTSE Indexes

Dunyoda birinchilardan va kattaligi bo'yicha uchinchi bo'lgan bu fond indeksi oilasiga bir nechta indekslar kiradi. *Financial Times* agentligi tomonidan joriy etilgan Buyuk Britaniyadagi eng qadimiy indeks *Financial Times Industrial Ordinary Share Index* nomi bilan yuritiladi. Uning qisqartmasi *FTSE-100 (FTSE-30)* ko'rinishda ishlatiladi. Bugungi kunda eng keng tarqalgan mashhur indeks bu *FTSE-100 (Footsie)*. Bu indekslarning hisobi va nashri bilan *FTSE International* kompaniyasi shug'ullanadi.

FT-30 (FTSE-30) yirik sanoat va savdo kompaniyalarini qamrab olgan bo'lib, o'rta geometrik formula asosida (listingga kiruvchi Aksiya kurslari ko'paytmasidan 30-chi darajadagi ildizi) hisoblanadi.

FTSE-100 listingiga 100 kompaniyaning Aksiyalari kirgan bo'lib, sanoat va savdo kompaniyalari bilan cheklanmaydi. Listingga aksiyalarning tanlanishi mutahassislar tomonidan amalga oshiriladi, ularning orasida *Financial Times* gazetasining vakillari ham bor. Hozirgi vaqtda mazkur listingga kirgan kompaniyalarning kapitalizatsiyasi Buyuk Britaniya fond bozorining 70 foizi kapitalizatsiyasini ifodalaydi. Indeksni hisoblash 1984 yilning 3 yanvaridan boshlab (bu vaqtda indeks miqdori 1000 punktga teng bo'lgan) kompaniyalar Aksiyalari kurslarini bozor kapitalizatsiyasi bo'yicha bir vaznga mutanosiblashtirish yo'li bilan amalga oshiriladi.

FTSE Mid 250 listingiga kompaniyalarning birinchi yuzligidan keyin Buyuk Britaniyaning 250-ta kompaniyasi (bozor kapitalizatsiyasi bo'yicha) kiradi. Bu indeks 1985 yildan beri hisoblanib kelinadi, shu vaqtda uning miqdori 100 punktga teng bo'lgan. Ushbu indeks Buyuk

Britaniya iqtisodiyotining 20 foizini tashkil etuvchi o'rta hol kompaniyalar aksiyalari bozorini ifodalaydi.

FTSE-All Share – boshqa indekslarga o'hshash, barcha aksiyalardan tanlab olinganlarini o'z ichiga oladi. -

DAX Indexes

Germaniyadagi biznes faolligini ifodalovchi indekslar bo'lib, Frankfurt fond birjasi ko'rsatkichlari bo'yicha hisoblanadilar. Ularning ichidan quyidagilarini alohida ajratib ko'rsatish mumkin:

DAX30 – Germaniyaning asosiy, muhim va eng nufuzli indeksi bo'lib, eng yirik kompaniyalar aksiyalari bo'yicha hisoblanadi. Ularning kirovka kapitalizasiya bo'yicha mutanosib vaznlashtiriladi.

XETRA DAX – ko'p jihatdan *DAX30* bilan mos keluvchi indeks, lekin undan farqli odatdagidan davomiyroq bo'lgan elektron sessiya ma'lumotlari bo'yicha hisoblanadi.

DAX100 – listingiga aksiyalarning kata qismi kirishini inobatga olinmasa, *DAX30* indeksining analogi. *CDAX* – kompozit indeks bo'lib, o'z ichiga 320 kompaniyaning Aksiyalarini oladi.

CAC Indexes

Fransiyadagi biznes faolligini ifodalovchi indekslar bo'lib, Parij fond birjasi va Frantsiya birjalari jamiyati tomonidan 1987 yil 31 dekabrda beri hisoblanadilar. Asosiy indekslar – bu *CAC-40* (boshlanishda uning miqdori 1000 punktni tashkil etgan) va *CAC General CAC-40*. Bu indekslar o'z listinglariga mos ravishda 40 va 250 kompaniyaning aksiyalarini kiritgan.

Nikkei Indexes

Nikkei-225 (Nikkei Dow Jones Average) listingiga Nyu York fond birjasi va Tokio fond birjasida muomalada bo'lgan 225 kompaniyaning aksiyalari kirgan. Bu indeksni hisoblash metodikasi *Dow Jones Industrial Average* metodikasi bilan to'liq mos kelib, 1950 yildan beri chop etiladi.

Topix Index – 1968 yildan beri chop etilib kelayotgan yapon indeksi bo'lib, listingi uchun baza sifatida Tokio fond birjasining birinchi seksiyasida sotiladigan barcha aksiyalar olingan. Bu indeks «muomalaga chiqarilgan Aksiyalarning soni bo'yicha mutanosib vaznlashtirish» usuli bo'yicha hisoblanib topiladi.

Japan bond-10. Yaponiyaning Tokio fond birjasida muomalada bo'lgan obligasiyalar bozori indeksi. Bu indeks «muomalaga chiqarilgan obligasiyalarlarning soni bo'yicha mutanosib vaznlashtirish» usuli bo'yicha hisoblanib topiladi.

TSE Indexes

Kanada iqtisodiyotining 14 sektorini ifodalovchi *TSE300* indeksi bo'lib, uni Toronto birjasi o'zida sotiladigan 300 kompaniyaning aksiyalari bo'yicha (kapitalizatsiya bo'yicha mutanosib vaznlashtirish usuli asosida) hisoblaydi. Bu indeks 1975 yildan beri hisoblanadi (boshlanishda uning miqdori 1000 punktni tashkil etgan).

IPC Index

Meksika fond birjasi tomonidan 1978 yil 30 oktyabrdan beri kapitalizatsiya bo'yicha mutanosib vaznlashtirish usuli asosida hisoblanadi (boshlanishda uning miqdori 0,78 punktga teng bo'lgan). Uning listingiga 35 yirik kompaniyalar qimmatli qog'ozlari kirgan. Indeks listingi har ikki oyda qayta ko'rib chiqiladi.

Bovespa

San-Paulu (Braziliya) birjasining indeksi bo'lib, o'z listingiga kiritilgan eng likvid bo'lgan Aksiyalar bo'yicha hisoblab topiladi.

Hang Seng

Gonkong fond birjasi ma'lumotlari bo'yicha 1964 yildan beri hisoblanadigan etakchi Osiyo indeksi (boshlanishda uning miqdori 100 punktga teng bo'lgan). Bu indeks bozorning asosan besh sektori holatini (ishlab chiqarish, kommertiya, moliya, kommunal xizmat va er egaligi) ifodalab, listingiga 33 kompaniyaning aksiyalari kirgan. Listinga kirgan aksiyalar bozorning tahminan 70 foizi kapitalizatsiyasini tashkil etadi.

Malaysia KLSE. Kual Lumpur (Malayziya) fond birjasining indeksi bo'lib, o'z listingiga kiritilgan eng likvid bo'lgan aksiyalar bo'yicha hisoblab topiladi. Bu indeks «muomalaga chiqarilgan aksiyalarning soni bo'yicha mutanosib vaznlashtirish» usuli bo'yicha hisoblanib topiladi.

Turkey ISE National-100. Stambul (Turkiya) fond birjasining indeksi bo'lib, o'z listingiga kiritilgan 100 eng likvid bo'lgan aksiyalar bo'yicha hisoblab topiladi.

Hungary BUX. Budapesht (Vengriya) fond birjasining indeksi.

Greece General Share. Gresiya fond birjasining indeksi.

Singapore Straits Times. Singapur fond birjasining indeksi.

Korean Seoul Comp. Seul (Janubiy Koreya) fond birjasining indeksi.

Argentina MerVal. Argentina fond birjasining indeksi.

Spain Madrid General. Madrid (Ispaniya) fond birjasining indeksi.

Austria ATX. Avstriya fond birjasining indeksi.

Shanghai comp. Shanxay (Hitoy) fond birjasining indeksi.

Rossiya fond bozori indeksleri

Rossiya qimmatli qog'ozlari bozorining yoshligiga qaramasdan Rossiya kompaniyalari indekslar yaratish sohasida katta muvaffaqiyatlarga erishishgan va ular bugungi kunda ularning miqdori va turli yondoshuvlari bilan fahrlanishi mumkin. Ularning ichidagi eng hayotiyatlari Rossiya qimmatli qog'ozlari bozori holatini ifodalamoqda. Rossiyada birinchi bo'lib *CS First Boston* Investitsiya bankining *ROS-30* indeksi va *Skeyt Press* agentligining indeksi joriy qilingan, bir muncha kechroq esa bozorga *AK&M* agentligining bir talay indeksleri seriyasi, *RTS* va *The Moscow Times Index (MTMS)* indeksleri chiqqan. Hozirda Rossiya fond bozorining asosiy indeksleri quyidagilar.

AK&M Indexes

AK&M indeksleri oilasiga quyidagilar kiradi.

Birlashtirilgan (jamlashtirilgan) *AK&M* indeksi 1993 yil 1 sentyabdan joriy qilingan bo'lib (boshlanishda uning miqdori 1000 punktga teng bo'lgan), u butun bozorni tavsiflash uchun xizmat qiladi. 2001 yil 1 mart kunida uning listingiga 50 kompaniyaning Aksiyalari kirgan.

Sanoat kompaniyalari aksiyalarining *AK&M* indeksi 1993 yil 1 sentyabdan joriy qilingan bo'lib (boshlanishda uning miqdori 1000 punktga teng bo'lgan), u sanoat kompaniyalari holatini ifodalash uchun xizmat qiladi. 2001 yil 1 mart kunida uning listingiga 35 kompaniyaning Aksiyalari kirgan.

AK&M «ikkinchi eshelon» Aksiyalarining indeksi 1997 yil 15 oktyabrdan joriy qilingan bo'lib (boshlanishda uning miqdori 1000 punktga teng bo'lgan), o'z listingida «ikkinchi eshelon» Aksiyalarini qamrab olgan. 2001 yil 1 mart kunida uning listingiga 40 kompaniya aksiyalari («ikkinchi eshelon») kirgan.

*AK&M*ning tarmoq indeksleri - bu banklar, sanoat kompaniyalari, neftgaz tarmog'i, aloqa, neftximiya, rangli metallurgiya, qora metallurgiya, energetika, transport, kimyo sanoati, mashinasozlik tarmoqlari kompaniyalari Aksiyalari bo'yicha hisoblanadigan indekslar.

ADR bo'yicha *AK&M* indeksi - listingi depozitar tilxatlar chiqargan kompaniyalar aksiyalarini qamrab olgan bo'lib, 1997 yil 17 noyabrda joriy qilingan (boshlanishda uning miqdori 1000 punktga teng bo'lgan). 2001 yil 1 mart kuniga kelib uning listingiga 40 kompaniyaning Aksiyalari kirgan edi.

*AK&M*ning barcha fond indeksleri bir xil usul bo'yicha hisoblanadi. Uning negizida listingning kompaniyalar kapitalizatsiyasi

yig'idasini o'zgarishiga nisbatan aniqlash usuli yotadi. Bundan emitentlarning xorijiy fond bozorlarida aylanadigan qimmatli qog'ozlarini hisobga oluvchi *ADR* indeksi mustasnodir.

AK&M indeksleri listingi juda kengdir va ba'zida likvidligi juda past bo'lgan Aksiyalarni ham qamrab oladi. Ularni hisoblash kotirovka qilingan narxlar asosida olib boriladi.

Listingga kiritish emitentlar qimmatli qog'ozlarining bozorga ta'sir etish tamoyili asosida olib boriladi. Bunday ta'sirning miqdorini bilgilab beruvchi asosiy omillari sifatida Aksiyalarning bozor kapitalizatsiyasi va likvidligi qabul qilingan.

RTS Indexes

RTS indekslar oilasiga *RTSI* va *RTST* indekslar kiradi. Ular *RTS* indeks agentligi bo'lmish *RUX* Interfaks indeks tomonidan hisoblab topiladi.

RTC indeksleri kapitalizatsion indekslar toifasidan bo'lib, ularni hisoblash aksiyalarning jami bozor kapitalizatsiyasini boshlang'ich sana holatidagi o'sha Aksiyalarning jami bozor kapitalizatsiyasiga nisbatini indeksning boshlang'ich sanasidagi qiymatiga ko'paytmasi formulasi asosida amalga oshiriladi.

Bozor kapitalizatsiyasining hisoblash aksiyalar narxi va emitent tomonidan chiqarilgan aksiyalar miqdori haqidagi ma'lumotlar asosida amalga oshiriladi. Xar bir indeksni hisoblashning davriyligi va Aksiya narxini hisoblash metodi ularning o'ziga xos bo'lgan xususiyatidir.

RTSI – *RTS* indeksi *RTS* fond birjasining yagona rasmiy indikator bo'lib hisoblanadi. Indeksning dastlabki qiymati 1995 yil 1 sentyabrda 100 punkt bo'lgan.

RTST – *RTS* fond birjasining texnik indeksi savdo sessiyasi davomida (11:00 dan 18:00 gacha) bir minutda bir marotaba hisoblanadi. Indeksning dastlabki qiymati 1997 yil 31 dekabrga bo'lgan holatda (18:00) 396,858 punktni tashkil etgan.

RUX – (avval *RTS*-Interfaksning yig'ma indeksi deb nomlangan edi) *RTS*-Interfaks indeks agentligi tomonidan rubl va valyuta (dollar) qiymatida hisoblab chiqiladi.

RUX indeksini hisoblashda *RTS* fond birjasidagi bitimlarda tasdiqlangan narxlar va Moskva fond birjasida amalga oshirilgan «Gazprom» kompaniyasi aksiyalari bo'yicha bitimlardagi narxlar haqidagi ma'lumotlar ishlatiladi. Ma'lumot olish manbalari bo'lib «*RTS* fond birjasi» va Moskva fond birjasi hisoblanadi. Indeksning dastlabki

ko'rsatkichi qilib 1998 yil 5 yanvarga bo'lgan xolatdagi 100 punkt olingan.

RBC Composite Index

RBC Composite Index «Rosbizneskonsalting» agentligi tomonidan 1 sentyabr 1997 yildan hisoblanadi va nashr etiladi (uning boshlang'ich miqdori 100 punkt bo'lgan). Uni hisoblash uchun mumtoz metodologiya qabul qilingan. Indeksni hisoblash uchta savdo maydonchasidan kelib tushgan (MMVB, RTS va MFB) kotirovkalarni bir vaznga mutanosiblashtirishning o'rtacha geometrik usuliga asoslangan. Hozirgi vaqtda Rossiya aksiyalari bozorining «cho'qqisini» tashkil etgan 14 kompaniyaning aksiyalari indeksga kiritilgan. Bu Aksiyalar ekspertlar komissiyasi tomonidan tanlab olingan. Indekslar turi: jamlantirilgan *RBK* indeksi, *RBC-neft*, *RBC-energetika*, *RBC-aloqa* va h.k.

Real Index RosCapital

Rossiya real indeksi misoliga *Real Index RosCapital* indeksini keltirsa bo'ladi. U muntazam ravishda 2000 yil 28 avgustdan boshlab hisoblanib keladi. Indeksning egasi OAJ «Базовый индекс капитала» (*Basic Index Capital, Corp.*) indeks fondi 2000 yil 25 mayda ro'yxatga olingan.

Hozirda Rossiya bozorining ishtirokchisida ham bozorning bir qismini sotib olish imkoniyati paydo bo'lgan.

Metodologiya sohasida «Роскапитал»ning real indeksida muhim farqlar mavjud:

- Rossiyaning tashkillashgan bozorlarida muomaladagi va o'rnatilgan miqdordan kam bo'lmagan likvidlikka ega bo'lgan barcha fond boyliklari listingga (portfelga) kiritiladi. Shuning uchun hisoblashda oddiy Aksiyalar bilan bir qatorda imtiyozli aksiya va obligatsiyalarning narxlari hamda shuningdek xususiy va davlat majburiyatlari ishtirok etadi.

- Birlik sifatida indeksga kiritilish uchun kompaniya emas, balki qimmatli qog'oz turi ko'riladi. Mutanosib vaznlashtirishda aynan shundan kelib chiqiladi.

- «Роскапитал»ning real indeksi OAJ «Базовый индекс капитала» (*Basic Index Capital, Corp.*) indeks fondi aksiyalari bahosining xosilasidan kelib chiqadigan kattalikdir (o'zgaruvchandir).

Rossiyada keltirilgan indekslar bilan bir qatorda quyidagi indekslar ham mavjud: «Praym-TASS» agentligi indekslari (umumiy va tarmoqiy: *Praym-Djeneral*, *Praym-Top*, *Praym-Pref*, *Praym-Nelikvid*, *Praym-Neft*, *Praym-Svyaz*, *Praym-Elektro*, *Praym-Metall*, *Praym-Ximiya*);

«Kommersanta» fond indeksi, Moskva banklararo valyuta birjasi (MMVB) indeksi va h.k.

Rossiya fond bozorining barcha asosiy indeklari kapitalizatsion indekslar (mutanosib vaznlashtirilgan o'рта arifmetik qiymat ko'rinishida) bo'lib, bir biri bilan yaxshi bog'liq (korrelyasiyalanadi).

O'zbekiston fond birjasi indeksi

«Toshkent» Respublika Fond Birjasida (RFB) 2000 yilning 1 fevralidan «Tasiks» (inglizcha - Tasix) deb nomlangan yig'ma (integral) birja indeksi (*Tashkent Aggregate Stock Exchange – index «TASIX»*) kiritilgan. Bu indeks o'рта arifmetik indeks bo'lib, O'zbekiston fond bozori holatini aks ettiradi. «Tasiks» indeksi fond birjasining savdo kuni natijalariga ko'ra «listingacha» va «listingdan tashqari» bo'limlarida amalga oshirilgan korporativ qimmatli qog'ozlar (jumladan, xususiylashtirilgan kompaniyalarning birlamchi tarzda joylashtiriladigan aksiyalari seksiyasida) bo'yicha sodir etilgan bitishuvlar narxlari asosida hisoblab topiladi. Tahlil maqsadida bu indeks vaqtning ma'lum bir davri (masalan, hafta, oy, chorak va yil) uchun hisoblanishi mumkin.

«Tasiks» indeksi quyidagi formula asosida hisoblanadi:

$$I_{fise} = (P_i/P_b) * k,$$

bunda I_{fise} – «Toshkent» RFB tomonidan tuzilgan yig'ma fond indeksi; P_i – indeksni hisoblash paytiga kelib tuzilgan bitishuvlar bo'yicha barcha turdagi Aksiyalar narxining o'рта arifmetik miqdori; P_b – indeksning hisoblangan bazisini inobatga olgan holda tuzilgan bitishuvlar bo'yicha barcha turdagi aksiyalar narxining o'рта arifmetik qiymati (bazis 708,9 so'mga teng deb olingan bo'lib, u 1999 yil 31 dekabrda tuzilgan bitishuvlar narxlari hamda Aksiyalar hajmi va soni bo'yicha hisoblab topilgan); k – indeksning o'lchanayotgan punklari sonini ko'rsatuvchi to'g'irlovchi koeffitsient.

1999 yil 31 dekabr kuni holati bo'yicha bazaviy bahosi 100 punkt deb qabul qilingan.

Aksiyalarning o'rtacha narxi quyidagi formulaga asosan hisoblanadi:

$$P = \frac{\sum P_i q_i}{\sum q_i},$$

bunda $i=1,2,3,\dots, N$; N – indeksni hisoblashgacha va hisoblashdan keyin sodir etilgan bitishuvlar soni; P_i – i -chi aksiya turi bo'yicha sodir etilgan bitishuv narxi (so'mlarda ifodalanadi); q_i – i -chi aksiya turi bo'yicha sodir etilgan bitishuv hajmi (donalarda ifodalanadi).

Rasmiy yig'ma indeks birjaning savdo kuni tugashi holatiga hisoblanadi.

Yangi emitentni listinga kiritish chog'ida indeksning hisoblanadigan basisini shakllantirish va unga o'zgartirishlar kiritish to'g'risidagi qaror «Toshkent» RFB Boshqaruvi tomonidan qabul qilinadi. Indeksning hisoblanadigan bazisiga faqat oddiy va imtiyozli aksiyalar kiritiladi. Bu bazisga indeksni hisoblash metodi yoki birja listingiga yirik emitentning qimmatli qog'ozlarini kiritilishi munosabati bilan o'zgartirish kiritiladi. Har qanday o'zgartirishlar bo'yicha manfaatdor shaxslarga habar berilib, birja terminallarida aks ettiriladi.

«Tasiks» indeksining kamchilbklari:

- indeksning xususiy xarakterga egaligi, ya'ni uni hisoblash faqat avval sodir etilgan birjaviy bitimlar asosida amalga oshiriladi;
- indeksning prezentativ emasligi, ya'ni uni hisoblashda listingdan tashqari kompaniyalarning qimmatli qog'ozlari kiritiladi;
- indeksning keskin volatilligi;
- indeksning tuzilmasi va bazasida kompaniya vaznlarining ko'rsatilmasligi – birinchi navbatda kompaniya bozor kapitalizatsiyasi o'zgarishi dinamikasini.

Ushbu kamchiliklar sababli «Tasiks» indeksi o'rniga «Toshkent» RFBda emitentlar faolligini inobatga oluvchi yangi «TCI Composite» indeksi 2011 yilda ishlab chiqildi va joriy qilindi.

Mazkur «TCI Composite» indeksi quyidagi formulada ifodalanadi:

$$TCI = \frac{[\sum P_b \times Q_m + \sum P_i \times Q_i] \times D}{\sum P_i \times Q_i}$$

bunda: $Q_b = Q_a - Q_i$; Q_b – hisoblash uchun qabul qilingan va indeksni hisoblash bazasiga kiritilgan muomaladagi i -chi turdagi aksiyalar soni (dona); Q_a – indeksni hisoblash bazasiga kiritilgan aksiyadorlik jamiyati uchun i -chi turdagi aksiyalar emissiyasi hajmi (dona); Q_s – aksiyadorlik jamiyati uchun davlat mulkida yoki nazoratida bo'lgan i -chi turdagi aksiyalar (aksiyalar paketi) soni. O'z navbatida, indeksni aniq davrga hisoblashda $Q_b = Q_m + Q_i$ (bunda: Q_m – birja savdosida ishtirok etmagan va hisoblash davrida birja bitimlari tuzilmagan i -chi turdagi aksiyalar soni (dona); Q_i – birja savdosida ishtirok etgan va hisoblash davrida birja bitimlari tuzilgan i -chi turdagi aksiyalar soni (dona). Huddi shunday, indeksni aniq davr uchun hisoblash maqsadida $Q_i = \sum q_i$ (bunda: q_i – hisoblash davriga i -chi turdagi aksiyalar (soni donada) bilan tuzilgan j -chi bitim hajmi (soni donada); n – hisoblash davriga i -chi turdagi aksiya

bilan bitimlar soni (1-dan to n-gacha miqdorda bo'ladi); P_b – indeksni hisoblash bazasiga kiritilgan aksiyadorlik jamiyati uchun i -chi turdagi aksiyalar nominal qiymati (so'm/dona); P_i – birja savdosida ishtirok etgan va hisoblash davrida birja bitimlari tuzilgan i -chi turdagi aksiyalar o'rtacha vaznlashtirilgan narxi (so'm/dona); M – indeksni aniqlash momentida uni hisoblash bazasi o'lchami (listing kompaniyalar soni); D – indeksning punktlar sonidagi o'lchamini ko'rsatuvchi tuzatish koeffitsienti (uning soni qulaylik uchun 1000 punkt deb qabul qilingan).

“TCI Composite” indeksi savdo sessiyasi (kuni) yakunida usbu kun davriga indeksni hisoblash bazasiga kirgan oddiy aksiyalar bo'yicha ularni birjada joylashtirish va ikkilamchi muomalasi chog'ida tuzilgan birja bitimlari asosida hisoblab topiladi. Misol tariqasida “TCI Composite” indeksini harakatini quyidagi grafik ko'rinishida ifodalash mumkin.



2011 yilning 10 oyi davomida muntazam aniqlanib borilgan “TCI Composite” indeksining o'zgarish tendentsiyasi

“TCI Composite” indeksining afzalliklari:

- indeksning umumiy xarakterga egaligi (uni hisoblash nafaqat avval sodir etilgan birjaviy bitimlar asosida, balki rasmiy listingga kiritilgan kompaniyalar bozor kapitalizatsiyasini hisobga olingan holda amalga oshiriladi);

- indeksning prezentativligi, ya'ni uni hisoblashda faqat listing kompaniyalarning qimmatli qog'ozlari bo'yicha bitimlar inobatga olinadi;

- indeksni hisoblashda listing kompaniyalar barcha bazalarini va qimmatli qog'ozlar soni bo'yicha vaznlashtirilgan bitimlar hajmlarini inobatga olinib indeks volatilligini tekislanishi;

- indeksning tuzilmasi va bazasida kompaniya vaznining ko'rsatilishi – birinchi navbatda kompaniya bozor kapitalizatsiyasi o'zgarishi dinamikasini.

Indeksli fondlar, real indekslar, indeksli aksiyalar

Indekslar mavjud bo'lgan vaqtdan boshlab yig'ilgan keng ma'lumotlar bazasi indekslarni alohida olingan aksiyalarga qaraganda na faqat barqarorligidan, balki ularni o'sishi dinamikasi bir muncha yahshiroq ekanligidan dalolat beradi. Bu esa hozirgi davrda na faqat indekslarni dinamikada tahlil qilish, balki indeks qiymatiga bahosi to'g'ridan-to'g'ri mutanosib bo'lgan qimmatli qog'ozlarni sotib olish mumkinligi imkonini berdi. Bu imkoniyalardan ikkinchisining xususiyatini quyidagi mexanizmdan ko'rish mumkin. Real fond (odatda yopiq) tuzilib, uning portfeliga o'rnatilgan metodika bilan mos ravishda (ya'ni, indekslarning modellari metodikasi asosida ularni hisoblab baholash) fond boyliklari sotib olinadi va ularning indekslari dinamikasiga qarab portfel boshqariladi. Portfelni passiv boshqarish esa portfelning to'ldirilishini (to'liqligini) ko'rsatilgan metodikaga mosligini kuzatib borishdan iborat. Bunday fondning Aksiyalari bahosini tebranishlari bazaviy instrument sifatida tanlab olingan indeksning tebranishlariga aniq mos keladi.

Agarda yopiq fondning qimmatli qog'ozlar portfelini to'ldirish uchun ma'lum bir metodika mavjud bo'lsa va bu metodika indeksli bo'ladi (ya'ni, indeksli fond), unda muvofiqlashtirish koeffisientiga ko'paytirilgan (teskari analogiya bo'yicha) indeksning qiymati aksiyalarning bozor bahosidan ko'p bo'lmaydi.

Kelajakda passiv boshqariladigan fondlar va fond indekslarini o'zaro birlashuvi tendentsiyasi kuzatilmoqda. Bu holat umuman olganda, investorlar, analitiklar va barcha fond hamjihatligi uchun foydalidir.

Hozirda indeksning barqaror xarakter tendentsiyasi dinamikasiga qarab investorlar uning yaxshi balanslashtirilgan (mutanosiblashtirilgan) va differentsiatsiyalangan (taqsimlangan) portfelini shakllantirishga intilishadi. Indeksarga taklif mos ravishda ularga talabni keltirib

chiqargani sabali, indekslarning real mujassamlashuvi sifatida avval indekslarni tashkil etuvchi Aksiyalar portfelli, keyin esa indeksli aksiyalar (*Indexes Shares*), indeksli fondlar (*Indexes Funds*) va real indekslar (*Real Indexes*) ko‘rinishidagi portfellar paydo bo‘ldilar. Bunday instrumentlar savdo-sotiq obyekti bo‘lgani bilan, ular o‘z bazislari (listingga kiruvchi Aksiyalar) narxlariga qarab amalga oshiriladi (ya’ni, narx bo‘yicha bazis va instrumentning o‘zaro ekvivalentlilik darajasiga qarab). Misol tariqasida (*Nasdaq-100 Indexes*) indeksiga bog‘liq bo‘lgan *Nasdaq-100 Shares* «Aksiyalarini» keltirish mumkin. Bunday aksiyalarning dastlabki narxi uning indeksni 1/40 qismini tashkil qilgan. Yana misol tariqasida *NASDAQ* fond birjasida muomalada bo‘luvchi boshqa instrumentlarni keltirish mumkin, masalan, *Standart & Poor’s 500 Composite Stock Price Index* indeksiga bog‘langan *SPDRS* depozitar tilhatlari; *Standart & Poor’s 400 Mid-Cap Index*, *Select Sektor SPDR Funds*, *Dow Jones Industrial Average* va *World Equite Benchmark* indekslariga bog‘langan Aksiyalar.

Fond indekslarini hisoblashda qabul qilingan yondashuvlar

Fond indekslarini hisoblashning quyidagi yondashuvlari mavjud:

Mutanosib vaznlashtirilmagan o‘rta arifmetik indeks. Bu indeks quyidagi formula asosida hisoblanadi:

$$I_t = b \sum_{j=1}^N P_{j,t}$$

bunda I_t – fond indeksining t vaqtdagi qiymati; $P_{j,t}$ – qimmatli qog‘ozlari fond indeksini hisoblashda foydalaniladigan j -chi kompaniya aksiyasining t vaqtdagi kurs narxi; N – aksiyalari fond indeksini hisoblashda ishlatiladigan kompaniyalarning umumiy soni; b – muvofiqlashtiruvchi koeffisient ($b=1/\eta$).

Bu formula Dou Djonsning sanoat bo‘yicha o‘rtacha fond indeksini hisoblashda qo‘llaniladi.

Mutanosib vaznlashtirilgan o‘rta arifmetik indeks. Formula mutanosib vaznlashtirish metodikasi bo‘yicha farqlanadi.

1) Tanlangan to‘plamdagi aksiyalarni narx bo‘yicha mutanosib vaznga keltirilgan indeks:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N P_{j,t}}{\sum_{j=1}^N P_{j,0}} \mu_t$$

bunda $P_{j,0}$ – qimmatli qog'ozlari fond indeksini hisoblashda foydalanila-digan j -chi kompaniya aksiyasining boshlang'ich vaqtdagi kurs narxi; μ – indeksning boshlang'ich vaqtdagi bazaviy qiymati.

2) Tanlangan to'planning bahosi bo'yicha mutanosib vaznlashtirilgan indeks:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N P_{j,t} n_{j,t}}{\sum_{j=1}^N P_{j,0} n_{j,0}} \cdot \mu,$$

bunda $n_{j,t}$ va $n_{j,0}$ – qimmatli qog'ozlari fond indeksini t vaqtda ($t=0$ bo'lgan boshlang'ich vaqtda) hisoblashda foydalaniladigan j -chi kompaniya Aksiyalarining soni.

Bunda ko'rish mumkinki, yirikroq kompaniyalar aksiyalari narxlarining o'zgarishi odatda indeks qiymatiga ko'proq ta'sir ko'rsatadi (mayda kompaniyalar qimmatli qog'ozlari bahosi tebranishlariga qaraganda). Ushbu formula *S&P-500* indeksini hisoblashda qo'llaniladi, bunda boshlang'ich vaqt sifatida 1941 va 1943 yillar oralig'i olinadi, indeksning bazaviy qiymati esa 10-ga teng deb olingan.

3) Kompaniyalar aksiyalari vaznlarini tenglashtirish yo'li bilan mutanosib vaznlashtirilgan indeks:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N \frac{P_{j,t} - P_{j,0}}{P_{j,0}}}{\sum_{j=1}^N n_{j,t}} \cdot 100.$$

Mutanosib vaznlashtirilmagan o'rta geometrik indeks. Bu indeks quyidagi formula yordamida hisoblanadi:

$$I_t = \sqrt[N]{\prod_{j=1}^N P_{j,t}}.$$

Hozirda ushbu formula asosida Buyuk Britaniyaning qadimiy fond indekslaridan bo'lgan FT-30 (*FT-30 Share Index, Financial Times International Ordinary Index*) indeksi hisoblanadi (u 1935 yildan beri chop etilib keladi).

Mutanosib vaznlashtirilgan o'rta geometrik indeks quyidagicha hisoblanadi:

$$I_t = \sqrt[N]{\prod_{j=1}^N \frac{P_{j,t}}{P_{j,t-1}}}.$$

bunda $P_{j,t-1}$ – qimmatli qog'ozlari fond indeksini hisoblashda foydalaniladigan j -chi kompaniya aksiyasining bir kun oldingi savdo kunida belgilangan kurs bahosi.

Ushbu formula asosida AQSh fond bozorida qo'llaniladigan «Velyu Layn» (*Value Line Composite Average*) kompozit indeksi hisoblab topiladi.

Indeksarga tuzatishlar kiritish metodikasi

Qimmatli qog'ozlari fond indeksini hisoblashda foydalaniladigan kompaniyalarning bozordagi ahvoriga qarab fond indekslarini hisoblash metodikasi ma'lum vaqtlarda o'zgarishi mumkin. Ularning ahvoli ayniqsa yangi aksiyalar emissiyasi, aksiyalarni maydalash yoki yiriklashtirish (konsolidatsiyalashtirish), dividendlar to'lash, kompaniyalar ro'yhatini o'zgartirishi va shu kabi h.k. jarayonlarda vujudga keladi. Indeksni hisoblash metodikasiga o'zgartirish kiritish korporativ voqealar ta'siri ostida emas, balki bozor omillarini kompaniyalar aksiyalari narxiga ta'siri ostida amalga oshiriladi.

Indeksni hisoblash metodikasiga aksiyalar emissiyasi (aksiyalarni maydalash, dividendlar to'lash) munosabati bilan o'zgartirish kiritish quyidagicha bo'lishi mumkin.

Agar indeks aksiyalar bahosi bo'yicha oddiy o'rta arifmetik ko'rinishida hisoblansa (masalan, Dou Djons indeksi), u holda formulaning mahraji muvofiqlashtiruvchi koeffitsient rolini bajaradi. Unda indeks aksiyalarni maydalashdan oldingi va keyingi hollarda o'zgarishi mumkin emas:

$$\frac{1}{\eta} \sum_{j=1}^N P_{j,t} = \frac{1}{\eta'} \sum_{j=1}^N P'_{j,t}$$

bunda $P'_{j,t}$ — j -chi kompaniya aksiyalarini maydalashdan (yoki yangi emissiyani chiqarishdan) keyingi kurs narxi; η' — muvofiqlashtiruvchi koeffitsientning yangi qiymati.

Keltirilgan formuladan muvofiqlashtiruvchi koeffitsientning η' yangi qiymatini topish mumkin, ya'ni:

$$\eta' = \eta \frac{\sum_{j=1}^N P'_{j,t}}{\sum_{j=1}^N P_{j,t}}$$

1928 yilda Dou Djons indeksini 30 kompaniya aksiyalari bo'yicha hisoblash chog'ida, unlarga 1/30 soniga teng bir hil vaznlar belgilangan edi. Lekin vaqt o'tishi bilan aksiyalarni maydalanishi, qimmatli qog'ozlarning yangi emissiyalari va h.k. sodir bo'lganligi sababli 1991 yilga kelib vazn miqdori 1/0,505 soniga teng deb qabul qilindi.

Indeks bozor kapitalizatsiyasi bo'yicha o'rtacha mutanosiblashtirilgan kattalik (o'zgaruvchan) sifatida hisoblab topilish chog'ida

(masalan, *S&P-500* indeksi), aksiyalarni maydalash (yangi emissiyani amalga oshirish) indeksni o'zgarishiga (kompaniya kapitalizatsiyasi o'zgartirish) olib kelmaydi.

Indeslarni hisoblash chog'ida informatsiya sifatiga (ya'ni aniqligi, to'g'riligi, to'liqligi, miqdori, nufuzliligi, ishonchliligi, o'z vaqtidaliligi, obyektivliligi darajalariga) yuqori talablar qo'yiladi.

Informatsiyaning sifati quyidagilarda ham namoyon bo'ladi: kompaniyalarning tanlangan to'plami o'lchami (hajmi), ularning to'g'risidagi ma'lumotlar nufuzliligi (reprezentativliligi), kompaniyalar qimmatli qog'ozlari to'g'risidagi informatsiyani ishonchliligi, kompaniyalar holatini ifodalovchi moliyaviy ma'lumotlarni obyektivliligi va h.k.

Indeslarni bir-biri bilan bog'liqligi

Keng tanilgan indekslarning solishtirma xarakteristikalarini 3.2.1-jadvalda keltirilgan.

3.2.1- *Jadval.*

Indeksning nomi	Mamlakat	Hisoblash usuli	Kompaniyalar soni	Izoh
Sanoat bo'yicha <i>Dow Jones</i>	AQSh	Mutanosib vaznlashtirilmagan o'rta arifmetik	30	Dunyoda mashhur (1884 yildan buyon) indeks. Yirik 30 kompaniya aksiyalari bo'yicha hisob topiladi
Kompozitli « <i>Velyu Layn</i> »	AQSh	Mutanosib vaznlashtirilgan o'rta geometrik	1695	Hisoblashda bir kun oldingi kun savdosi natijalari bo'yicha ak- tsiyalar kursi ishlatiladi
<i>S&P-500</i>	AQSh	Mutanosib vaznlashtirilgan o'rta arifmetik	500	Hisoblashda aksiyalarning 1941-1943 yillar holatini uchun bazaviy bahosi 10-ga teng deb olingan
<i>FT-30</i>	Buyuk Britaniya	Mutanosib vaznlashtirilmagan o'rta geo- metrik	30	Buyuk Britaniyaning eng qadimiy indeksi bo'lib, 1935 yildan boshlab chop etiladi.
<i>FT-100</i> (<i>FTSE-</i>	Buyuk Bri-	Mutanosib vaznlashti-	100	Hisoblashda aksiyalarning 03.01.1984 yil

100 – Futsi-100)	taniya	rilgan o'rt arifmetik		holati uchun bazaviy bahosi 1000-ga teng deb olingan
Nikkei	Yapo- niya	Mutanosib vaznlashti- rilmagan o'rt arifmetik	225	1950 yildan buyon chop etiladi. Aksilar Tokio birjasining (TFB) 1-chi seksiyasi- da kotirovkada bo'ladi
TFB (TOPIX)	Yapo- niya	Mutanosib vaznlashti- rilgan o'rt arifmetik	1235	1968 yildan buyon TFB 1-seksiyadagi barcha aksiyalar bo'yicha hisoblanadi
DAX	Germa- niya	Mutanosib vaznlashti- rilgan o'rt arifmetik	30	Hisoblashda aksiyala- rning 1987 yil holati uchun bazaviy bahosi 1000-ga teng deb olingan

Ta'kidlash zarurki, rivojlangan mamlakatlar qimmatli qog'ozlari bozorlarida qo'llaniladigan indekslar bir-birlaridan yuqorida keltirilgan belgilar bilan farq qilsalarda, ular o'zaro kuchli korrelyatsilanadi¹⁵³. Bu esa ularning bir-birlari bilan kuchli bog'liqligidan dalolat beradi.

AQSh qimmatli qog'ozlar bozorida qo'llaniladigan turli indekslar-ning o'zaro korrelyasiya koeffitsienti 3.2.2-jadvalda keltirilgan.

3.2.2-Jadval.

Indeks	DJIA	S&P-500	NYSE	ASE
Sanoat bo'yicha o'rtacha Dou Djons (DJIA) indeksi	1			
Kombinasiyalashgan o'rtacha indeks (S&P-500)	0,963	1		
Nyu-York fond birjasi (NYSE) indeksi	0,949	0,981	1	
Amerika fond birjasi (ASE) indeksi	0,675	0,796	0,836	1

¹⁵³ Eslatma: ikki parametr korrelyasiyasi koeffitsienti ularning miqdorlarini o'zgarishi o'zaro qanday bog'langanligi darajasini ko'rsatadi. Agar parametrlar bir hil o'zgarsa, unda korrelyasiya koeffitsienti 1 (birga) teng bo'ladi. Agar parametrlar qarama-qarshi fazalarda o'zgarsa, unda korrelyasiya koeffitsienti -1 (minus bir) bo'ladi. Agar parametrlar bir-biri bilan bog'liq bo'lmasdan o'zaro erkin o'zgarsa, unda korrelyasiya koeffitsienti 0 (nolga) teng bo'ladi.

Turli rivojlangan mamlakatlar qimmatli qog'ozlar bozorlarida qo'llaniladigan asosiy indekslarning korrelyatsiya koeffitsientini baholanishi 3.2.3-jadvalda keltirilgan.

3.2.3-Jadval.

Indekslar	DJIA	DAX-30	CAC-40	N-225
Sanoat bo'yicha o'rtacha Dou Djons (DJIA) indeksi (AQSh)	1			
DAX-30 (Germaniya)	0,560	1		
CAC-40 (Fransiya)	0,638	0,645	1	
Nikkei-225 (N-225, Yaponiya)	0,194	Ma'lumot yo'q	Ma'lumot vo'q	1

Rossiya fond bozorida qo'llaniladigan turli indeksлами bir-birlari bilan kuchli korrelyatsiyalanishini 3.2.4-jadvaldan ko'rish mumkin. Ushbu jadvaldan ko'rinib turibdiki, Rossiya indekslari rivojlangan mamlakatlarda qo'llaniladigan indekslarga qaraganda kuchliroq korrelyatsiyalangan.

3.2.4-Jadval.

Indekslar	RTS	ASP	AK&M	Interfaks
RTS	1			
ASP-General	0,992	1		
AK&M	0,997	0,99	1	
Interfaks umumlashtirilgan	0,992	0,995	0,995	1

Hozirda mumtoz hisoblangan fond indekslari 3.2.1-3.2.4-jadvallarda keltirilgan ma'lumotlarga asosan quyidagilarni ko'rsatadi:

- indekslar milliy va jahon fond bozorlaridagi jarayonlarni obyektiv aks ettirmoqda;

- indekslar rivojlangan fond bozorlarini bir hil qonuniyatlarga bo'yso'navchi umumiy global savdo muhiti sifatida namoyon bo'lganligidan dalolat bermoqda. Rivojlangan mamlakatlar fond bozorlari dinamikasi ko'p hollarda barcha uchun umumiy bo'lgan jarayonlardan kelib chiqadi.

Indeksning bir-birlari bilan bog'liqligi (koorelyatsiyasi) fond bozorlarining holatiga bog'liq.¹⁵⁴

¹⁵⁴ Masalan, fond bozorlarining holati barqaror bo'lsa, ularning indekslari o'rtasidagi korrelyatsiya miqdori ijobiy bo'ladi, ya'ni bozorlardagi jarayonlar o'lishash tarzda kecladi. Inqirozlar davrida esa ijobiy korrelyatsiya saqlanib qoladi. Ammo krizislardan chiqish davrida esa indekslar o'rtasidagi korrelyatsiya manfiy miqdorga ega bo'ladi, ya'ni bunda rivojlangan fond bozorlari krizisdan rivojlanayotgan bozorlar hisobiga chiqadi.

Bozor iqtisodiyotining qonun va kategoriyalari

Bozorning iqtisodiyotdagi asosiy roli iqtisodiyot holatini «barometri» bo'lganligi sababli, bozor hajmi mamlakat iqtisodiyotining kapitalizatsiyasiga ekvivalent bo'ladi. Demak, iqtisodiyot qonunlari va kategoriyalari bozorda ham ekvivalent ravishda birdek hukm suradi. Demak, ochiq iqtisodiyot va ochiq bozor tushunchalari ham ekvivalent bo'lib, bozor iqtisodiyoti degan umumiy tushuncha qo'llaniladi. Bunday ekvivalentlilik bozorning mazmun-mohiyati, turlari, maqsad va vazifasi, modeli, funktsiyalari, tovarlari va qatnashchilari sifati, qatnashchilari-ning faoliyat sharoitlari va mexanizmlarini iqtisodiy o'sish va rivojlanishga qaratilganligi, aksincha, iqtisodiyotning o'zini bozorga qaratilganligi, bunda omillarni iqtisodiyotga va bozorga bir hil ta'sir etishi, natijalar umumiy bo'lib, ular mumtoz makroiqtisodiy indikatorlar bo'yicha baholanishi bilan belgilanadi. Shuning uchun tovarlar bo'yicha bozorda talab va taklif asosida shakllanadigan obyektiv hajm va baholar bozor iqtisodiyotining real holatini aks ettiradi.

Umuman olganda, bozor iqtisodiyotining (mamlakat iqtisodiyoti va uning ichki bozori) yuqori darajada tashkillashganligi uning samarali faoliyat mexanizmi bilan belgilanadi. Bu mexanizm bozor iqtisodiyoti qonun va kategoriyalarining to'liq amal qilishi negizida va davlatning regulyativ (administrativ va indikativ tarzda) siyosati asosida bozorning barcha qatnashchilarini bevosita ishtiroki natijalari bilan belgilanadi, davlat va iqtisodiyot sub'yektlari tomonidan birgalikda harakatga keltiriladi.

Bizningcha bozor iqtisodiyotida dialektikaning quyidagi amaliy qonunlar hukm suradi:

- bozorda talab va taklifda mujassamlashgan o'zaro qarama-qarshi nafsiy manfaatlar birligi va kurashi;
- bozorda talab va taklif asosida miqdor o'zgarishlardan sifat o'zgarishlariga o'tishi va aksincha;
- talab va taklifga bog'liq holda raqobatiy tanlanish asosida inkorni inkor qilinishi.

Bozor qonunlari doirasida quyidagi kategoriyalar namoyon bo'ladi:

- tizimlilik (umumiylik, alohidalik, yaxlitlik, unsur, tuzilma va bog'liqlik) va tartibliylik;

- omil va voqelik, ularning o'zaro sabab-oqibatdan bog'liqligi, ta'sirini o'lchamiyligi va o'zaro transformasiyalanishi;
- zarurat va tasodif;
- mohiyat va hodisa;
- shakl va mazmun;
- baho, narx va foyda;
- talab va taklif (ularning oniy tengligi, bir-birida mujassamlashganligi, talabning o'z ichida kelajakdagi taklifni shakllantirishi va taklifning o'z ichida kelajakdagi talabni shakllantirishi);
- risk va refleksivlilik;
- pul va tovar qiymatlarini ekvivalentlilik va ularni o'zaro transformasiyasi.

Aytish joizki, keltirilgan qonun va kategoriyalarning bunday nomlanishi shartlidir, bahs va munozaralar asosida ular kelajakda kerakli miqdor, shakl va mazmunga ega bo'lishi, o'zgarishi va optimal tusga kelishi tabiiydir. Bunda falsafa va iqtisodiy nazariya sohalari olimlarining birgalikdagi ijodiy faoliyati beqiyos kattadir.

**I. Bakalavriat ta'lim yo'nalishlarida o'qitiladigan
«Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fani bo'yicha
o'quv-metodik ko'rsatmalar**

1. Umumiy talablar

«Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fani 340000- «Biznes va boshqaruv» sohasining barcha bakalavriat yo'nalishlarida tegishli Davlat ta'lim standartlari talablari, o'quv reja va o'quv dastur asosida o'qitiladi. Fanni o'rganish asosida:

Talaba:

- moliya bozori va qimmatli qog'ozlar bo'yicha tayyorgarlikka mos zamonaviy tendentsiyalari, muammolari va istiqbollarini hamda ularning turdosh fanlar bilan o'zaro aloqasini tushunishi;

- fan bilan bog'liq asosiy obyektlarni, omillarni, hodisa va jarayonlarni bilishi, ularni tadqiq qilish usullaridan foydalana bilishi;

- o'rganilayotgan obyektlarga qo'yiladigan talablarni ta'riflab berishni uddalashi, ularni amalga oshirishning mavjud ilmiy-amaliy vositalarini bilishi kerak.

Bunda talaba:

- moliya bozori va qimmatli qog'ozlarning nazariy asoslari va jahon amaliyoti *haqida tasavvurga ega bo'lishi*;

- moliya bozori va qimmatli qog'ozlarga oid barcha konsepsiyalar, modellar, usullar, uslublar, yo'sinlar, jarayonlar, operatsiya lar, mexanizmlar va boshqa vositalarni *bilishi va ulardan foydalana olishi*;

- moliya bozorlarida faoliyat yuritish va qimmatli qog'ozlar bilan operatsiya lar bajarish bo'yicha *ko'nikmalariga ega bo'lishi kerak*.

2. O'qitish va bilimlarni baholash bo'yicha tavsiyalar

O'zbekiston Respublikasi Oliy va o'rta talim vazirligining 2009 yil 11 iyundagi 204-sonli buyrug'i bilan tasdiqlangan va O'zbekiston Respublikasi Adliya vazirligida 2009 yil 10 iyuldagi 1981-son bilan ruyxatdan o'tkazilgan «Oliy ta'lim muassasalarida talabalar bilimini nazorat qilish va baholashning reyting tizimi to'g'risida» gi Nizomda ko'rsatilganidek, talabaning fan bo'yicha o'zlashtirishini baholash muntazam ravishda olib boriladi va quyidagi turlar orqali amalga oshiriladi:

➤ joriy nazorat;

- oraliq nazorat;
- yakuniy nazorat;

«Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fani bo'yicha talabani semestr davomidagi o'zlashtirish ko'rsatkichi 100 ballik tizimda baholanadi.

Ushbu 100 ball baholash turlari bo'yicha quyidagicha taqsimlanadi:

- joriy nazoratga – 35 ball;
- oraliq nazoratga – 35 ball;
- yakuniy nazoratga – 30 ball;

Talabalar semestr davomida fan bo'yicha to'plagan umumiy ball har bir baholash turlaridan to'plangan ballar yig'indisiga teng bo'ladi.

Joriy nazoratda talabani fan mavzulari bo'yicha bilim va amaliy darajasi aniqlanadi va baholanadi, fanning xususiyatidan kelib chiqqan holda seminar, laboratoriya va amaliy mashg'ulotlarida og'zaki so'rov, test o'tkazish, suhbat, nazorat ishi, kollokvium, uy vazifalarini tekshirish va shu kabi boshqa shakllarda amalgam oshiriladi.

Oraliq nazoratda semestr davomida o'quv dasturining tegishli (fanning bir necha mavzularini o'z ichiga olgan) bo'limi tugallangandan keyin talabani bilim va amaliy ko'nikma darajasi aniqlanadi va baholanadi. Oraliq nazoratning soni va shakli (yozma, og'zaki, test va hokazo) o'quv faniga ajratilgan umumiy soatlar hajmidan kelib chiqqan holda belgilanadi. «Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fani bo'yicha oraliq nazoratlar 2 marta o'tkaziladi.

Biror baholash turini (joriy nazorat, oraliq nazorat) o'zlashtira olmagan (55 va undan kam ball to'plagan) talabaga qayta o'zlashtirish uchun muhlat, odatda, navbatdagi shu nazorat turigacha belgilanadi.

Joriy nazoratga ajratilgan umumiy ball va oraliq nazoratga ajratilgan umumiy balldan saralash balini to'plagan talabaga yakuniy nazoratga ishtirok etish huquqi beriladi.

Yakuniy nazoratda semestr yakunida muayan fan bo'yicha nazariy bilim va amaliy ko'nikmalarni talabalar tomonidan o'zlashtirish darajasi baholanadi, bunda asosan tayanch tushuncha va iboralarga asoslangan «Yozma ishi» va kompyuter testlari shakllarida o'tkazilishi mumkin. Bunda yozma ishga 6 ball va kompyuter testlari sinoviga 24 ball ajratilishi mumkin. Unda talabani fanni o'zlashtirishi 0-30 ballgacha bo'lgan mezon asosida baholanadi.

Semestr yakunida fan bo'yicha joriy, oraliq yoki yakuniy nazorat turlarini har biri bo'yicha saralash balidan kam ball to'plagan talabani o'zlashtirishi qoniqarsiz, ya'ni akademik qarzdor hisoblanadi.

2.1. O'qitish jarayonida rasional pedagogik texnologiyalar, rivojlantiruvchi o'rganish va ijodiy faoliyat, kritik fikrlash usullaridan foydalanish tavsiya etiladi. Masalan, aqliy ataka, klasterlarga bo'lish, interaktiv, evristik va rivojlantiruvchi o'qitish usullari, o'qitishning informatsion va telekommunikasion texnologiyalari usullari, o'qitishning programmalashtirish, kreativ, loyihaviy, muammoviy, innovatsion texnologiyalari va h.k. usullarini qo'llash.

2.2. Talabalar bilimini baholashda quyidagi jadvalda keltirilgan metodikani qo'llash mumkin.

1-Jadval.

<i>Ball</i>	<i>Baho</i>	<i>Tayyorlash darajasi</i>
86 – 100	A'lo	Xulosalar qiladi va qaror qabul qiladi; ijodiy fikr yuritadi; mustaqil tahlil qiladi; amaliyotda qo'llaydi; mazmunini tushunadi; biladi va ifodalaydi; tushunchaga ega
71 – 85	Yaxshi	Mustaqil tahlil qiladi; amaliyotda qo'llaydi; mazmunini tushunadi; biladi va ifodalaydi; tushunchaga ega
55 – 70	Qoniqarli	Mazmunini tushunadi; biladi va ifodalaydi; tushunchaga ega
0 – 54	Qoniqarsiz	Tushunchaga ega emas, bilmaydi

2.3. Quyidagi turlarda reyting baholash amalga oshiriladi:

- joriy baholash (JB) ikki marotaba amalga oshiriladi: maksimum 35 ball ajratiladi;

- oraliq baholash (OB) ikki marotaba amalga oshiriladi: maksimum 35 ball ajratiladi;

- yakuniy baholash (YaB): maksimum 30 ball ajratiladi.

2.4. Talaba bilimi reyting tizimi asosida quyidagi 12 ko'rsatkich bo'yicha baholanadi:

1. Mashg'ulotlarga qatnashish: OB-1 ballgacha, JB-1 ballgacha.

2. Ma'ruzalarda faol qatnashish: OB-2 ballgacha.

3. Konkret mavzu doirasida adabiyotlar bilan ishlash: OB-3 ballgacha, JB-3 ballgacha.

4. Amaliy mashg'ulotlarda faol qatnashish: JB-6 ballgacha.

5. Mavzu bo'yicha referat tayyorlash: OB-4 ballgacha, JB-4 ballgacha.

6. Talabalarning ilmiy viktorinalarida, konferensiyalarida, seminarlarida ma'ruza qilish: OB-4 ballgacha, JB-4 ballgacha.

7. Mustaqil ta'lim doirasida topshiriqlar bajarish: OB-4 ballgacha, JB-4 ballgacha.

8. Berilgan mavzu bo'yicha slaydlar, tahliliy jadval va diagrammalar tayyorlash: OB-4 ballgacha, JB-4 ballgacha.

9. Fan doirasida kompyuterli o'quv materiallar va ish o'yinlari tayyorlashda ishtirok etish: OB-2 ballgacha, JB-2 ballgacha.

10. Ilmiy maqola tayyorlash va nashr qilish: OB-4 ballgacha, JB-4 ballgacha.

11. Fan bo'yicha informatsion bazani yangilashda ishtirok etish: OB-2 ballgacha, JB-2 ballgacha.

12. Fan bo'yicha yozma ish tayyorlash: YaB-30 ballgacha.

Yozma ishga 5 savolgacha (ulardan biri masala) kiritilishi mumkin. Har bir to'g'ri javob 6 ballgacha baholanadi.

Belgilangan muddatlarda topshirilmagan joriy va oraliq nazorat ballari keyingi baholash ballariga qo'shilmaydi va qayta topshirishga ruxsat berilmaydi.

3. Mustaqil ta'limning quyidagi shakllarini tavsiya etish mumkin:

1. Darslik yoki o'quv qo'llanmalar bo'yicha fanning o'tilgan qismi yoki mavzularini o'rganish. O'rganish natijalari amaliy mashg'ulotlarda, kollokviumlarda, referatlarda, individual topshiriqlarda va h.k. tekshirilib baholanadi.

2. Tarqatma material bo'yicha ma'ruza mavzusini egallash. Tarqatma material hajmi – 5...8 bet bo'lishi mumkin. Ish natijasi reyting-nazorat bosqichida aniqlanadi.

3. Avtomatlashtirilgan o'qitish va nazorat tizimlarida ishlash (ma'ruza va seminar mashg'ulotlari doirasida).

4. Ilmiy ishlar (adabiyotlar) bo'yicha fanning qismlari yoki mavzularini o'rganish. Ish natijasi reyting-nazorat bosqichida aniqlanadi.

5. *Qonuniy-me'yoriy hujjatlar bilan ishlash.* Ish natijasi reyting-nazorat bosqichida aniqlanadi.

6. *Kafedraning ilmiy-tadqiqot ishlari doirasida fan mavzulari bo'yicha ishlash.* Ish natijalari individual ijodiy ishlar shaklida qabul qilinadi.

7. *Talabalar ilmiy to'garagi doirasida fan mavzularini o'rganish.* Ish natijalari individual ijodiy ishlar shaklida qabul qilinadi.

8. *Faol o'qitish usullarini qo'llash asosida o'quv mashg'ulotlarini o'tash* (ish o'yinlari, diskussiyalar, seminarlar, kollokviumlar va h.k.). Bunda talabalar tomonidan fan bo'yicha dolzarb muammolar o'rganiladi.

9. *Fanning alohida qismlari bo'yicha eksternat* (mavzular kafedra tomonidan belgilanadi). Ish natijalari individual ijodiy ishlar shaklida qabul qilinadi.

10. *Masofali o'qitish.* Internetni qo'llash.

4. «Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fani bo'yicha o'quv dastur

Fan predmeti moliya bozoridaagi jarayonlar, moliyaviy instrumentlar bilan bog'liq munosabatlar, ularga ta'sir etuvchi omillar.

Fanini o'rganishdan maqsad – bo'lajak mutahassislarni moliya bozorlari sohasi bo'yicha o'zlari va jamiyatga foydali bo'lgan nazariy va amaliy tajribalar, qonuniyatlar, jarayonlar, vositalar mazmun-mohiyatini tushunib bilishga, ularni chuqur o'rganishga, tahliliy fikr-mulohazalar yuritish va xulosalar chiqara olishga hamda ularning asosida qarorlar qabul qilishga, kelajakdagi amaliy faoliyatlarida samarali qo'llash ko'nikmalarini xosil qilishga o'rgatishdan iborat.

Asosiy vazifa – fan bo'yicha tasdiqlangan o'quv dastur doirasida nazarda tutilgan mavzularni o'rgatish.

4.1. Ma'ruza va amaliy mashg'ulotlar mavzulari*

Mavzu 1. Moliya bozori asoslari

Moliya bozorining mazmuni, iqtisodiyotdagi ahamiyati va o'rimi. Moliya bozorining tuzilmasi, tarkibiy qismlari va qatnashchilari. Moliya bozori tasnifi va turlari tavsifi. *Moliya bozoriga xos voqeliklar rivojini shakllantiruvchi omillar.* Moliya bozorida amalga oshiriladigan bitishuv va operatsiya lar mazmuni va turlari. Moliya bozorining iqtisodiy modeli. Moliya bozorining muvozanat holatini ifodalovchi tuzilmaviy-

funksional modellari. Moliyaviy instrumentning bozor qiymati va narxi, ularni o'zaro ekvivalent bog'liqligi.

Mavzu 2. Moliya bozori instrumentlari va qimmatli qog'ozlar

Moliya bozori instrumentlari tasnifi va tavsifi. Qimmatli qog'ozlar tasnifi va tavsifi. *Qimmatli qog'ozlarning hayot jarayoni ssikli*. Bazaviy qimmatli qog'ozlar mexanizmi. Hosilaviy qimmatli qog'ozlar mexanizmi.

Mavzu 3. Moliya bozori indikatorlari va modellari

Moliya bozori indikatorlari. Jahon qimmatli qog'ozlar bozorlari indekslari. Moliya bozorining jahon amaliyotidagi modellari. *O'zbekiston moliya bozorining modeli*.

Mavzu 4. Moliyaviy instrumentlar tahlili

Moliya bozorida investitsiyalar daromadligini baholash. Foiz stavkasi va uning dinamikasi. *Pul oqimlarini diskontlash. Pulning vaqt mobaynidagi bahosini hisoblash*. Bazaviy qimmatli qog'ozlarning ko'rsatkichlari va ularni baholash. Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning ko'rsatkichlari va ularni baholash. Fundamental va texnik tahlil asoslari. Qimmatli qog'ozlarni sek'yurimetrik tahlili.

Mavzu 5. Moliya bozori emitentlari va investorlari, ularning siyosatleri va roli

Emitentlar, ularning siyosatleri va *moliya bozoridagi roli*. Investorlar, ularning siyosatleri va *moliya bozoridagi roli*. Emitent va investorlarning o'zaro bog'liqligi.

Mavzu 6. Moliya bozori institutlari, ularning faoliyati va roli

Sug'urta tashkilotlarining moliya bozorlaridagi faoliyati va *roli*. Banklarning moliya bozorlaridagi faoliyati va *roli*. Investitsiya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati va *roli*. Davlat moliya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati va *roli*. Xalqaro moliya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati va *roli*.

Mavzu 7. Moliya bozori savdo tizimlari, ularning faoliyati va roli

Moliya bozorlarining savdo tizimlari va *ularning iqtisodiyotdagi roli*. Birjalar va ularning faoliyati. Elektron savdo tizimlari va ularning faoliyati. Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tizimlari.

Mavzu 8. Moliya bozori risklari va investision portfellarini boshqarish asoslari

Moliya bozori risklari, ularni baholash va boshqarish. Birjaviy risklar. *Investitsion jarayondagi risk omili*. Investitsion portfellar.

Investitsion portfellarni shakllantirish asoslari. Investitsion portfelni baholash va boshqarish asoslari.

Mavzu 9. Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish asoslari

Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish kontseptsiyalari. Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish institutlari va ularning o'zaro bog'liqlikdagi faoliyati. Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish modellari. *Qimmatli qog'ozlar bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilishning jahon amaliyoti. Moliya bozori makroregulyatori kontseptsiyasi.* Moliya bozori transparentligi, undagi axborot va hisobotlar tizimi. O'zbekistonda moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish mexanizmlari.

Mavzu 10. Jahon moliya bozorining zamonaviy tendentsiyalari va muammolari

Jahon moliya bozorining rivojlanish tendentsiyalari va muammolari (*statistik ma'lumotlar tahlili asosida, jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi.*). Xalqaro moliya bozorlaridagi operatsiyalar (*mavjud operatsiyalarning mazmuni va sxemalari*). O'zbekiston moliya bozorining jahon moliya bozorlariga integratsiyalashuvi masalalari.

Izoh: Kursiv bilan ko'rsatilgan mavzular mustaqil o'rganish uchun berilishi mumkin.

4.2. Tavsiya etiladigan referat mavzulari (kafedra tomonidan tasdiqlanadi):

1. Moliya bozori mazmuni va funktsiyalari.
2. Moliya bozorining maqsadi va vazifalari.
3. Moliya bozorining iqtisodiyotdagi rollari.
4. Moliya bozorining bozor muhitidagi o'rni.
5. Moliyaviy instrumentlar.
6. Qimmatli qog'ozlar.
7. Qimmatli qog'ozlarning hayot ssikli.
8. Moliyaviy instrument va uning bazisi ekvivalentligi.
9. Emissiyalanuvchi qimmatli qog'ozlar.
10. Emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozlar.
11. Bazaviy qimmatli qog'ozlar.
12. Bazisli qimmatli qog'ozlar.
13. Qimmatli qog'ozlar emissiyasi maqsadlari va tartibi.
14. Derivatlar emissiyasi.
15. Veksellar.

16. Bank sertifikatlari.
17. Ipotekaviy qimmatli qog'ozlar.
18. Internet-treyding.
19. Xususiylashtirish – O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozori katalizatori.
20. Moliya bozori modellari.
21. Moliya bozorini tartiblashtirish modellari.
22. Moliya bozori makroregulyatori.
23. Texnik tahlil usullari.
24. Fundamental tahlil.
25. Sek'yurimetrik tahlil.
26. Foiz stavkalari.
27. Moliya bozoriga ta'sir etuvchi omillar.
28. Moliya bozori operatsiya lari.
29. Moliyaviy instrumentlarning ko'rsatkichlari.
30. Bazaviy qimmatli qog'ozlarni baholash.
31. Bazisli qimmatli qog'ozlarni baholash.
32. Moliya bozori indikatorlari.
33. Fond indekslari.
34. Emission faoliyat.
35. Investision faoliyat.
36. Dividend siyosati.
37. Moliya bozorining professional institutlari.
38. Moliya vazirligining moliya bozorlaridagi ishtiroki.
39. Markaziy bankning moliya bozorlaridagi ishtiroki.
40. Xalqaro fond birjalari.
41. Elektron savdo tizimlari.
42. Birja operatsiya lari.
43. Xalqaro moliya institutlari.
44. Tijorat banklarining moliya bozorlaridagi operatsiya lari.
45. Sug'urta kompaniyalarining moliya bozorlaridagi operatsiya lari.
46. Moliya bozori risklari va ularni baholash.
47. Investision risklar va ularni baholash.
48. Birja risklari.
49. Spot va muddatli bozorlar.
50. Birlamchi va ikkilamchi fond bozorlari.
51. Kredit portfelli.
52. Qimmatli qog'ozlar portfelli.
53. Markovis modeli.

54. Sharp modeli.
55. Qimmatli qog'ozlar bozori transparentligi.
56. Emissiya prospekti.
57. Xalqaro o'ttizlik guruhi tavsiyalari.
58. Moliyaviy globallashuv.
59. Moliya bozorining iqtisodiy modeli.
60. Moliya bozorining funktsional-tuzilmaviy modeli.
61. Moliya bozorining tuzilmaviy muvozanat modellari.
62. Professional faoliyat turlarini litsenziyalash.
63. Investitsiya institutlarining hisobot tizimi.
64. O'zbekistonda depozitar tizim.
65. Kliring palatalari.
66. Investitsiya kompaniyalari va fondlari.
67. Brokerlar, dilerlar va treyderlar.
68. Foreks tizimi.
69. Nyu-York fond birjasi.
70. Tokio fond birjasi.
72. London fond birjasi.
73. Frankfurt fond birjasi.
74. Chikago birjasi.
75. NASDAQ va RTS.
76. O'zini o'zi muvofiqlashtiruvchi tashkilotlar.
77. Qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiyalarni soliqqa tortish.
78. Pensiya fondlari.
79. Strategik va portfel investorlar.
80. Affillior shaxslar va insayderlar.
81. Moliyaviy instrumentning bozor qiymati va narxi, ularni o'zaro ekvivalent bog'liqligi.
82. Jahon moliyaviy-iqtosodiy inqirozi.

Izoh: referat mavzulari kafedra tomonidan o'qituvchining taklifi asosida davom ettirilishi mumkin.

4.3. Tavsiya etiladigan adabiyotlar va qonuniy-me'yoriy hujjatlar
 Asosiy adabiyot sifatida ushbu darslik va adabiyotlar ro'yhatida keltirilgan boshqa manbalar tavsiya etiladi. Tegishli moliya bozori qatnashchilarining Internet-saytlaridan, statistik ma'lumotlardan,

hisobotlaridan va iqtisodchilarning ilmiy ishlaridan muntazam foydalanish maqsadga muvofiq.

Moliya bozoriga oid qonuniy-me'yoriy hujjatlarni «Pravo» yoki «Norma» kompyuter programmalari yordamida o'rganish tavsiya etiladi.

4.4. O'quv-metodik kompleks to'g'risida

Fan bo'yicha o'quv-metodik kompleks (O'MK) tuzish va undan foydalanish tavsiya etiladi. UMK professor-o'qituvchi tomonidan har yili yangilanib tuziladi, ichki va tashqi taqrizdan o'tkaziladi, kafedra hamda institut tomonidan tasdiqlanadi. UMK professor-o'qituvchi va kafedraning fanni o'qitish bo'yicha asosiy hujjatlardan hisoblanadi. UMK quyidagi qismlardan iborat bo'lishi mumkin: titut, mundarija, kirish, namunaviy va ishchi o'quv dasturlar, kalendar reja, texnologik xarita, qo'shimcha ma'ruzalar matnlari, amaliy mashg'ulotlar matnlari, masalalar va topshiriqlar, mustaqil ta'lim mavzulari va rejasi, referatlar mavzulari, tarqatma materiallar, statistik ma'lumotlar, ish o'yinlari, savol variantlari, kurs ishi mavzulari, asosiy va qo'shimcha adabiyotlar ro'yhati, qo'llanilgan pedagogik va informatsion texnologiyalar, baholash reyting mezonlari, metodik ko'rsatmalar.

Elektron shakldagi UMK o'qituvchi va kafedra saytlariga kiritiladi va barcha undan foydalanish imkoniyatiga ega bo'ladi. UMK professor-o'qituvchining intellektual mulki hisoblanadi va qonunda belgilangan tartibda himoyalaniishi ta'minlanishi zarur.

II. Pedagog kadrlarni qayta tayyorlashda o'qitiladigan

“MOLIYA BOZORI” fani

O'QUV DASTURI

O'quv fanining maqsadi va vazifalari

Fanni o'qitishdan maqsad – tinglovchilarda moliya bozorlari bo'yicha nazariy bilimlar, amaliy ko'nikma va malaka shakllantirish.

Fanning vazifasi – tinglovchilarga moliya bozorining asoslari va jahon amaliyotini o'rgatishdan iborat.

Fan bo'yicha tinglovchilar bilimiga, ko'nikmasi va malakasiga qo'yiladigan vazifalar

Ushbu maqsaddan kelib chiqib quyidagi vazifalar qo'yiladi:

- tinglovchilar fanni o'rganish davrida har bir o'qitiladigan mavzu bo'yicha o'qituvchi tomonidan so'raladigan “tayanch” ibora, test savollariga javob berib, tegishli masalani echa olishi;

- o'qish davrida yozma nazorat ishlarini bajarishi va referatlar tayyorlashi;

- tinglovchi fanni o'zlashtirish natijasida kelajakda iqtisodiy o'zgarishlarni tahlil qilishni bilishi lozim.

Fanni boshqa fanlar bilan bog'liqligi

“Moliya bozori” asosiy ixtisoslik fani hisoblanib, “Moliya”, “Bank ishi”, “Soliqlar va soliqqa tortish”, “Buxgalteriya hisobi va audit”, “Sug'urta ishi”, “Moliya injiniringi” fanlari va o'quv rejadagi boshqa fanlar bilan uzviy bog'liq.

Fanni o'qitishda zamonaviy axborot va pedagogik texnologiyalar

Tinglovchilarning “Moliya bozori” fanini o'zlashtirishi uchun o'qitishning ilg'or zamonaviy usullaridan foydalanadi, yangi informastion va pedagogik texnologiyalarni tadbiq qiladi. Fanni o'zlashtirishda darslik, o'quv va uslubiy qo'llanmalar, ma'ruza matnlari, tarqatma materiallardan foydalaniladi. Yuqorida ko'rib o'tilganlardan tashqari, “Moliya bozori” fanidan amaliy mashg'ulotlarni o'tkazish jarayonida institutda mavjud bo'lgan videofilmlardan, slayd va boshqa o'quv materiallaridan foydalaniladi.

“Moliya bozori” fani mavzulari va ular bo'yicha mashg'ulot turlariga ajratilagan yuklama hajmining taqsimoti

№	Mavzular nomi	Jami					Mustaqil ta'lim
			Ma'ruz	Amaliy	Ko'chm	Tajriba almashi	
1.	Moliya bozorining nazariy asoslari va rivojlanishining zamonaviy tendensiyalari		2	2			2
2.	Moliya bozori instrumentlari va ular tahlili		2	2			2
3.	Moliya bozori ishtirokchilari va ularning faoliyati		2	2			4
4.	Moliya bozori savdo tizimlari va ularning faoliyati		2	2			2
	Jami:	34	8	8	4	4	10

Asosiy qism

Ma'ruza mashg'ulotlari mavzulari

1-Mavzu: Moliya bozorining nazariy asoslari va rivojlanishining zamonaviy tendenstiyalari.

Moliya bozorining mazmuni, iqtisodiyotdagi ahamiyati va o'rni. Moliya bozorining tuzilmasi, tarkibiy qismlari va qatnashchilari. Moliya bozori tasnifi va turlari tavsifi. Moliya bozoriga xos voqeliklar (jarayonlar) rivojini shakllantiruvchi omillar. Moliyaviy instrumentning bozor qiymati va narxi, ularni o'zaro ekvivalent bog'liqligi.

2-Mavzu: Moliya bozori instrumentlari va ular tahlili

Moliya bozori instrumentlari tasnifi va tavsifi. Bazaviy qimmatli qog'ozlar va ularning tahlili. Hosilaviy qimmatli qog'ozlar va ularning tahlili.

3-Mavzu: Moliya bozori ishtirokchilari va ularning faoliyati

Moliya bozori ishtirokchilari, ularning siyosatlarini va moliya bozoridagi roli. Sug'urta tashkilotlarning moliya bozorlaridagi faoliyati. Banklarning moliya bozorlaridagi faoliyati. Investitsiya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati. Davlat moliya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati. Xalqaro moliya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati.

4-Mavzu: Moliya bozori savdo tizimlari va ularning faoliyati

Moliya bozorlarining savdo tizimlari va ularning iqtisodiyotdagi roli. Birjalar va ularning faoliyati. Elektron savdo tizimlari va ularning faoliyati. Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tizimlari.

Amaliy mashg'ulot mavzulari

1-Mavzu: Moliya bozorining nazariy asoslari va rivojlanishining zamonaviy tendenstiyalari.

Moliya bozorining mazmuni, iqtisodiyotdagi ahamiyati va o'rni. Moliya bozorining tuzilmasi, tarkibiy qismlari va qatnashchilari. Moliya bozori tasnifi va turlari tavsifi. Moliya bozoriga xos voqeliklar (jarayonlar) rivojini shakllantiruvchi omillar. Moliyaviy instrumentning bozor qiymati va narxi, ularni o'zaro ekvivalent bog'liqligi.

2-Mavzu: Moliya bozori instrumentlari va ular tahlili

Moliya bozori instrumentlari tasnifi va tavsifi. Bazaviy qimmatli qog'ozlar va ularning tahlili. Hosilaviy qimmatli qog'ozlar va ularning tahlili.

3-Mavzu: Moliya bozori ishtirokchilari va ularning faoliyati

Moliya bozori ishtirokchilari, ularning siyosatlarini va moliya bozoridagi roli. Sug'urta tashkilotlarning moliya bozorlaridagi faoliyati. Banklarning moliya bozorlaridagi faoliyati. Investitsiya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati. Davlat moliya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati. Xalqaro moliya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati.

4-Mavzu: Moliya bozori savdo tizimlari va ularning faoliyati

Moliya bozorlarining savdo tizimlari va ularning iqtisodiyotdagi roli. Birjalar va ularning faoliyati. Elektron savdo tizimlari va ularning faoliyati. Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tizimlari.

Amaliy mashg'ulotlarni tashkil etish bo'yicha ko'rsatma tavsiyalar.

Amaliy mashg'ulotlar seminar ko'rinishlarida tashkil etilishi, unda tinglovchilar ma'ruza mashg'ulotlarida olingan bilimlarni qo'shimcha adabiyot va amaliy ma'lumotlar asosida kengaytiradilar va mustahkamlaydilar. Amaliy mashg'ulotlarni tashkil etish bo'yicha ko'rsatma va tavsiyalar ishlab chiqiladi. Unda tinglovchilar ma'ruza mavzulari bo'yicha olgan bilim va qo'nikmalarini amaliy masalalar echish, ishbilarmon o'yinlar va kirish va chiqish testlari orqali boyitadilar.

Mustaqil ishni tashkil etishning shakli va mazmuni

Tinglovchilar mustaqil ishini tashkil etishda kasbiy qayta tayyorlash yo'nalishining o'quv fanlari xususiyatlarini, shuningdek, har bir tinglovchining akademik o'zlashtirish darajasi va qobiliyatini hisobga olgan holda quyidagi shakllardan foydalanadi:

- ayrim nazariy mavzularni turli xil o'quv adabiyotlar yordamida mustaqil o'zlashtirish;

- berilgan mavzu bo'yicha malakaviy ish tayyorlash, amaliy mashg'ulotlarga tayyorgarlik ko'rish;
- nazariy bilimlarni amaliyotda qo'llash;
 - amaliyotdagi mavjud muammolarning echimini topish;
 - ilmiy maqola anjumanlarga ma'ruza tezislarni tayyorlash.

Ushbu fan buyicha kasbiy qayta tayyorlash yo'nalishida mustaqil ishni tinglovchilar fanning aniq mavzulari yoki jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi sharoitida milliy iqtisodiyotimizdagi isloxlarning ustuvor yo'nalishlari bo'yicha mustaqil tadqiqot olib borishadilar

Dasturning infomatsion – uslubiy ta’minoti

Mazkur fanni o’qitish jarayonida ta’limning zamonaviy (xususan, interfaol) metodlari, pedagogik va axborot-kommunikatsiya (mediata’lim, amaliy dastur paketlari, taqdimot, elektron didaktik) texnologiyalari qo’llanilishi nazarda tutilgan. O’quv jarayonini tashkil etishda mavzularni ko’rgazmali vositalardan, slaydlar, diaproyektor, diagramma rasm va jadvallardan foydalanish asosida o’rganish ko’zda tutilgan. Ayrim amaliy mashg’ulotlarni bajarishda shaxsiy komp’yuterlardan foydalanish mumkin. Tahlillar, prognozli ko’rsatkichlarni hisoblash diagrammalarni personal komp’yuterda Word elektron jadvallarda Excel dasturi bilan ishlash orqali fanning infomatsion – uslubiy ta’minoti amalga oshiriladi. Shuningdek, mazkur fanni o’qitish jarayonida tegishli vazirliklar va tashkilotlarda qo’llaniladigan metod va metodologiya va modellardan foydalanish nazarda tutilgan.

Tavsiya etiladigan adabiyotlar va qonuniy-me’yoriy hujjatlar

Asosiy adabiyot sifatida ushbu darslik va adabiyotlar ro’yhatida keltirilgan manbalar tavsiya etiladi. Tegishli moliya bozori qatnashchilarining Internet-saytlaridan, statistik ma’lumotlardan, hisobotlaridan va iqtisodchilarning ilmiy ishlaridan muntazam foydalanish maqsadga muvofiq.

Moliya bozoriga oid qonuniy-me’yoriy hujjatlarni Lex.uz, «Pravo» yoki «Norma» kompyuter programmalari yordamida o’rganish tavsiya etiladi.

III. Pedagog kadrlar malakasini oshirishda o’qitiladigan

“MOLIYA BOZORI” fani

O’QUV DASTURI

O’quv fanining maqsadi va vazifalari

Fanni o’qitishdan maqsad – tinglovchilarda moliya bozorlari bo’yicha nazariy bilimlar, amaliy ko’nikma va malaka shakllantirish.

Fanning vazifasi – tinglovchilarga Moliya bozorlarining asoslari va jahon amaliyotini o’rgatishdan iborat.

Fan bo’yicha tinglovchilar bilimiga, ko’nikmasi va malakasiga qo’yiladigan vazifalar

Ushbu maqsaddan kelib chiqib quyidagi vazifalar qo’yiladi:

- tinglovchilar fanni o'rganish davrida har bir o'tiladigan mavzu bo'yicha o'qituvchi tomonidan so'raladigan "tayanch" ibora, test savollariga javob berib, tegishli masalani echa olishi;

- o'qish davrida yozma nazorat ishlarini bajarishi va referatlar tayyorlashi;

- fanni o'zlashtirish natijasida va kelajakda tinglovchi moliya tizimida bo'ladigan o'zgarishlarni tahlil qilishni bilishi lozim.

Fanni boshqa fanlar bilan bog'liqligi

"Moliya bozori" asosiy ixtisoslik fani hisoblanib, "Moliya", "Bank ishi", "Soliqlar va soliqqa tortish", "Buxgalteriya hisobi va audit", "Sug'urta ishi", "Moliya injiniringi" fanlari va o'quv rejadagi boshqa fanlar bilan uzviy bog'liq.

Fanni o'qitishda zamonaviy axborot va pedagogik texnologiyalar

Tinglovchilarning "Moliya bozorlari" fanini o'zlashtirishi uchun o'qitishning ilg'or zamonaviy usullaridan foydalanish, yangi informatsion va pedagogik texnologiyalarni tadbiq qilinadi. Fanni o'zlashtirishda darslik, o'quv va uslubiy qo'llanmalar, ma'ruza matnlari, tarqatma materiallardan foydalaniladi.

"Moliya bozorlari" fani mavzulari va ular bo'yicha mashg'ulot turlariga ajratilgan yuklama hajmining taqsimoti

№	Mavzular nomi	Jami	Ma'ruz	Amaliy	Ko'chm	Tajriba	Mustaqi
					a	almashi	l ta'lim
1.	Moliya bozorining nazariy-metodologik bazisi va rivojlanishining zamonaviy tendensiyalari		2	2			
2.	Moliya bozori instrumentlari va institutlari		2	2			
3.	Moliya bozori savdo tizimlari va ularning faoliyati		2	2			2
4.	Moliya bozorining regulyativ mexanizmi		2	2			
Jami:		20	8	8	1	1	2

Yuqorida ko'rib o'tilganlardan tashqari, "Moliya bozorlari" fanidan amaliy mashg'ulotlarni o'tkazish jarayonida institutda mavjud bo'lgan videofilmlardan, slayd va boshqa o'quv materiallaridan foydalaniladi.

Asosiy qism

Ma'ruza mashg'ulotlari mavzulari

1-Mavzu: Moliya bozorining nazariy-metodologik bazisi va rivojlanishining zamonaviy tendentsiyalari.

Moliya bozorining mazmuni, iqtisodiyotdagi ahamiyati va o'rni. Moliya bozorining tuzilmasi, tarkibiy qismlari va qatnashchilari. Moliya bozori tasnifi va turlari tavsifi. Moliya bozoriga xos voqeliklar (jarayonlar) rivojini shakllantiruvchi omillar. Moliya bozori rivojlanishining zamonaviy tendentsiyalari va muammolari. Moliyaviy instrumentning bozor qiymati va narxi, ularni o'zaro ekvivalent bog'liqligi.

2-Mavzu: Moliya bozori instrumentlari va institutlari.

Moliya bozori instrumentlari tasnifi va tavsifi. Bazaviy qimmatli qog'ozlar. Xosilaviy qimmatli qog'ozlar. Moliya bozori institutlari (ishttirokchilari).

3-Mavzu: Moliya bozori savdo tizimlari va ularning faoliyati.

Moliya bozorlarining savdo tizimlari va ularning iqtisodiyotdagi roli. Birjalar va ularning faoliyati. Elektron savdo tizimlari va ularning faoliyati. Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tizimlari.

4-Mavzu: Moliya bozorining regulyativ mexanizmi.

Moliya bozorini tartibga solish modellari. Moliya bozorini davlat tomonidan tartibga solish. Moliya bozorida o'zini o'zi muvofiqlashtirish institutlari. Moliya bozori makroregulyatori konstepstiyasi.

Amaliy mashg'ulot mavzulari

1-Mavzu: Moliya bozorining nazariy asoslari va rivojlanishining zamonaviy tendentsiyalari.

Moliya bozorining mazmuni, iqtisodiyotdagi ahamiyati va o'rni. Moliya bozorining tuzilmasi, tarkibiy qismlari va qatnashchilari. Moliya bozori tasnifi va turlari tavsifi. Moliya bozoriga xos voqeliklar (jarayonlar) rivojini shakllantiruvchi omillar. Moliyaviy instrumentning bozor qiymati va narxi, ularni o'zaro ekvivalent bog'liqligi.

2-Mavzu: Moliya bozori instrumentlari va ular tahlili

Moliya bozori instrumentlari tasnifi va tavsifi. Bazaviy qimmatli qog'ozlar va ularning tahlili. Hosilaviy qimmatli qog'ozlar va ularning tahlili.

3-Mavzu: Moliya bozori ishtirokchilari va ularning faoliyati

Moliya bozori ishtirokchilari, ularning siyosatlarini va moliya bozoridagi roli. Sug'urta tashkilotlarining moliya bozorlaridagi faoliyati. Banklarning moliya bozorlaridagi faoliyati. Investitsiya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati. Davlat moliya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati. Xalqaro moliya institutlarining moliya bozorlaridagi faoliyati.

4-Mavzu: Moliya bozori savdo tizimlari va ularning faoliyati

Moliya bozorlarining savdo tizimlari va ularning iqtisodiyotdagi roli. Birjalar va ularning faoliyati. Elektron savdo tizimlari va ularning faoliyati. Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tizimlari.

Amaliy mashg'ulotlarni tashkil etish bo'yicha ko'rsatma tavsiyalar.

Amaliy mashg'ulotlar seminar ko'rinishlarida tashkil etilishi, unda tinglovchilar ma'ruza mashg'ulotlarida olingan bilimlarni qo'shimcha adabiyot va amaliy ma'lumotlar asosida kengaytiradilar va mustahkamladilar. Amaliy mashg'ulotlarni tashkil etish bo'yicha ko'rsatma va tavsiyalar ishlab chiqiladi. Unda tinglovchilar ma'ruza mavzulari bo'yicha olgan bilim va ko'nikmalarini amaliy masalalar echish, ishbilarmon o'yinlar va kirish va chiqish testlari orqali boyitadilar.

Mustaqil ishni tashkil etishning shakli va mazmuni

Tinglovchilar mustaqil ishini tashkil etishda malaka oshirish yo'nalishining o'quv fanlari xususiyatlarini, shuningdek, har bir tinglovchining akademik o'zlashtirish darajasi va qobiliyatini hisobga olgan holda quyidagi shakildan foydalanadi:

- ayrim nazariy mavzularni turli xil o'quv adabiyotlar yordamida mustaqil o'zlashtirish;

- berilgan mavzu bo'yicha malakaviy ish tayyorlash, amaliy mashg'ulotlarga tayyorgarlik ko'rish;

- nazariy bilimlarni amaliyotda qo'llash;

- amaliyotdagi mavjud muammolarning echimini topish;

- ilmiy maqola anjumanlarga ma'ruza tezislarni tayyorlash.

Ushbu fan buyicha malaka oshirish yo'nalishida mustaqil ishni tinglovchilar fanning aniq mavzulari yoki jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi sharoitida milliy iqtisodiyotimizdagi islohatlarning ustuvor yo'nalishlari bo'yicha mustaqil tadqiqot olib borishadilar.

Dasturning infomatsion – uslubiy ta’minoti

Mazkur fanni o‘qitish jarayonida ta’limning zamonaviy (xususan, interfaol) metodlari, pedagogik va axborot-kommunikatsiya (mediata’lim, amaliy dastur paketlari, taqdimot, elektron didaktik) texnologiyalari qo‘llanilishi nazarda tutilgan. O‘quv jarayonini tashkil etishda mavzularni ko‘rgazmali vositalardan, slaydlar, diaproektor, diagramma rasm va jadvallardan foydalanish asosida o‘rganish ko‘zda tutilgan. Ayrim amaliy mashg‘ulotlarni bajarishda shaxsiy kompyuterlardan foydalanish mumkin. Tahlillar, prognozli ko‘rsatkichlarni hisoblash diagrammalarni personal komp’yuterda Word elektron jadvallarda Excel dasturi bilan ishlash orqali fanning informatsion – uslubiy ta’minoti amalga oshiriladi. Shuningdek, mazkur fanni o‘qitish jarayonida tegishli vazirliklar va tashkilotlarda qo‘llaniladigan metod va metodologiya va modellardan foydalanish nazarda tutilgan.

Tavsiya etiladigan adabiyotlar va qonuniy-me’yoriy hujjatlar

Asosiy adabiyot sifatida ushbu darslik va adabiyotlar ro‘yhatida keltirilgan manbalar tavsiya etiladi. Tegishli moliya bozori qatnashchilarining Internet-saytlaridan, statistik ma’lumotlardan, hisobotlaridan va iqtisodchilarning ilmiy ishlaridan muntazam foydalanish maqsadga muvofiq.

Moliya bozoriga oid qonuniy-me’yoriy hujjatlarni Lex.uz, «Pravo» yoki «Norma» kompyuter dasturlari yordamida o‘rganish tavsiya etiladi.

**Kitobning 1.1.5-, 1.8.2- va 1.8.3-rasmlardagi umumiy regulyator
orqali o'zaro bog'liq bo'lgan ikki tizim ekvivalentligining
matematik isboti**

Analogiyalar, jumladan kvazianalogiyalar, nazariyasiga asosan umumiy ravishda tartibga solinuvchi ikki tizim mos ravishda ikkita ekvivalent difeferentsial tenglamalar bilan ifodalanishi mumkin. Chunki ushbu tenglamalar yechimi umumiy holda ushbu tizimlarning ekvivalentligini bildiradi.

Matematik gipoteza. *Ikkita tabiatan turli tizimni o'zaro ekvivalent deyishimiz mumkin, agarda ushbu tizimlarga ixtiyoriy tashqi omil $x(t)$ bir vaqtning o'zida ta'sir ko'rsatishi (1.1.5-, 1.8.2- va 1.8.3-rasmlarda $x(t)$ TO (tashqi omil) ko'rinishida ifodalangan) natijasida ikkala tizimning faoliyat natijalari ham o'xshash bo'lsa. Bunda natijalar o'xshashligi, demak ikki tizim ekvivalentligi, ular uchun umumiy tartibga soluvchi bo'g'in (uchinchi regulyativ tizim) bo'lgan regulyator (1.1.5-, 1.8.2- va 1.8.3-rasmlarda UR va M ko'rinishida ifodalangan) vositasida ta'minlanadi.*

Mazkur gipoteza boshlang'ich shartlarga bog'liq emas.

Ikkita tizimni ifodalovchi ekvivalent differentsial tenglamalarni ko'ramiz:

$$\sum_{i=0}^n a_i(t) \frac{d^i y}{dt^i} = \sum_{i=0}^n b_i(t) \frac{d^i x}{dt^i}, \quad a_n(t) = 1, \quad (1)$$

bunda: x – kiruvchi miqdor, y – chiquvchi miqdor.

Ushbu (1) shakldagi tenglamadan uning ikkala tomoniga quyida keltirilgan (2) shakldagi differentsial operator qo'llanilishi natijasida olinishi mumkin bo'lgan har qanday differentsial tenglama (1) shakldagi tenglamaga ekvivalent.

$$\sum_{k=0}^m c_k(t) \frac{d^k}{dt^k}, \quad c_m(t) = 1, \quad (2)$$

chunki y yangi tenglama echimi, agarda x kiruvchi miqdor bo'lsa.

Bunday tenglama quyidagicha yozilishi mumkin:

$$\sum_{k=0}^m c_k(t) \frac{d^k}{dt^k} \left[\sum_{i=0}^n a_i(t) \frac{d^i y}{dt^i} \right] = \sum_{k=0}^m c_k(t) \frac{d^k}{dt^k} \left[\sum_{i=0}^n b_i(t) \frac{d^i y}{dt^i} \right], \quad (3)$$

* Differentsial tenglamaning barcha koeffitsientlari analitik funksiyalardir.

va agarda undagi ko'rsatilgan matematik operatsiyalar bajarilganida (3) shakldagi tenglamani quyidagi ko'rinishda yozish mumkin:

$$\sum_{t=0}^{m+n} g_t(t) \frac{d^t y}{dt^t} = \sum_{t=0}^{m+n} h_t(t) \frac{d^t x}{dt^t}, \quad (4)$$

bunda: $g_t(t)$ va $h_t(t)$ ma'lum usulda aniqlangan.

(1), (3), (4) shakldagi tenglamalar ekvivalent tenglamalar.

(3) shakldagi tenglamaning boshqacha ekvivalent shakli, natijada mos ravishda (1), (4) shakldagi tenglamalarning ham ekvivalenti, bo'lib quyidagi tenglamalar juftligi hisoblanadi:

$$\sum_{t=0}^m a_t(t) \frac{d^t y}{dt^t} = \sum_{t=0}^m b_t(t) \frac{d^t x}{dt^t} + z, \quad (5)$$

$$\sum_{t=0}^m c_t(t) \frac{d^t z}{dt^t} = 0. \quad (6)$$

Ushbu tenglamalar juftligining (3) shakldagi tenglamaga ekvivalentligi z o'zgaruvchanni chiqarib tashlab ko'rsatilishi mumkin.

Quyidagi ekvivalent vektorli shakllar mumkin. Ya'ni (1) shakldagi tenglamalarni vektor-matritsa shaklida quyidagicha ifodalab yozish mumkin:

$$y = (-1)^{m+1} [y_0 + \beta_n x],$$

$$\begin{pmatrix} \dot{y}_0 \\ \dot{y}_1 \\ \vdots \\ \dot{y}_{m-1} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_{n-1} & -1 & 0 & \dots & 0 \\ \alpha_{n-2} & 0 & -1 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \alpha_0 & 0 & 0 & \dots & 0 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_0 \\ y_1 \\ \vdots \\ y_{m+n-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \beta_{n-1} \\ \beta_{n-2} \\ \vdots \\ \beta_0 \end{pmatrix} x \quad (7)$$

yoki

$$\dot{y} = Ay + \beta x \quad (8)$$

Xuddi shunga o'xshash, (5) va (6) shakldagi tenglamalarni quyidagicha ham yozish mumkin:

$$y = (-1)^{m+1} [y_0 + \beta_n x]$$

$$\begin{pmatrix} \dot{y}_0 \\ \dot{y}_1 \\ \vdots \\ \dot{y}_{n-1} \\ \dot{z}_0 \\ \dot{z}_1 \\ \vdots \\ \dot{z}_{m-1} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_{n-1} & -1 & 0 & \dots & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 \\ \alpha_{n-2} & 0 & -1 & \dots & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \alpha_0 & 0 & 0 & \dots & 0 & (-1)^{m+1} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & \eta_{m-1} & -1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & \eta_{m-2} & 0 & 0 & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & \eta_0 & 0 & 0 & 0 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_0 \\ y_1 \\ \vdots \\ y_{n-1} \\ z_0 \\ z_1 \\ \vdots \\ z_{m-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \beta_{n-1} \\ \beta_{n-2} \\ \vdots \\ \beta_0 \\ 0 \\ 0 \\ \vdots \\ 0 \end{pmatrix} x \quad (9)$$

(7) shakldagi tenglamani quyidagicha yozish mumkin:

$$\begin{pmatrix} y \\ z \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} A & M \\ 0 & H \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \beta \\ 0 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \beta \\ 0 \end{pmatrix} x. \quad (10)$$

(1), (4) shakldagi tenglamalar va (5), (6) shakldagi tenglamalar juftligi ekvivalent bo'lgani uchun (7), (9) va (10) shakllaridagi tenglamalar ham o'zaro ekvivalentdir.

(8) va (10) shakldagi tenglamalarga ekvivalent bo'lgan yana bir vektor shaklidagi tenglamani tadqiq etamiz. Bunda (10) shakldagi vektorli tenglama quyidagi ko'rinishda o'zgartirilgan chiziqli tenglama bo'lishi mumkin:

$$\psi = \begin{pmatrix} \omega_1 \\ \omega_2 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} A' & M' \\ 0 & H' \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \omega_1 \\ \omega_2 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \beta \\ 0 \end{pmatrix} x. \quad (11)$$

bunda:

$$\beta' = \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ \vdots \\ 1 \end{pmatrix} \quad A' = \begin{pmatrix} \alpha'_{11} & -1 & 0 & \dots & 0 \\ \alpha'_{21} & 0 & -1 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \alpha'_{n1} & 0 & 0 & \dots & 0 \end{pmatrix}$$

(10) va (11) shakldagi ifodalar ekvivalentligida M' va H' ixtiyoriy ko'rinishga ega bo'lishi mumkin. (10) shaklni (11) shaklga o'tkazuvchi o'zgartirish (ruscha "preobrazovanie") quyidagicha ko'rinishda bo'ladi:

$$\begin{pmatrix} y \\ z \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} Q & 0 \\ 0 & P \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \omega_1 \\ \omega_2 \end{pmatrix} \quad (12)$$

bunda 0 ma'lum o'lchamli nol matritsa. (10) shakldagi tenglamaga (12) shakldagi tenglamani quyib quyidagi tenglamani olamiz:

$$\begin{pmatrix} \omega_1 \\ \omega_2 \end{pmatrix} = \left\{ \begin{pmatrix} Q^{-1} & 0 \\ 0 & P^{-1} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} A & M \\ 0 & H \end{pmatrix} \begin{pmatrix} Q & 0 \\ 0 & P \end{pmatrix} - \begin{pmatrix} Q^{-1} & 0 \\ 0 & P \end{pmatrix} \begin{pmatrix} Q & 0 \\ 0 & P \end{pmatrix} \right\} \begin{pmatrix} \omega_1 \\ \omega_2 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} Q^{-1} & 0 \\ 0 & P^{-1} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \beta \\ 0 \end{pmatrix} x. \quad (13)$$

(13) va (11) shakldagi tenglamalarni o'zaro solishtirib quyidagi tenglamalarni olish mumkin:

$$\begin{pmatrix} A & M \\ 0 & H \end{pmatrix} \begin{pmatrix} Q & 0 \\ 0 & P \end{pmatrix} - \begin{pmatrix} Q & 0 \\ 0 & P \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} Q & 0 \\ 0 & P \end{pmatrix} \begin{pmatrix} A' & M' \\ 0 & H' \end{pmatrix} \quad (14)$$

$$\begin{pmatrix} \beta \\ 0 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} Q & 0 \\ 0 & P \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \beta \\ 0 \end{pmatrix} \quad (15)$$

Q matritsani ustunlarga ajratib

$$Q = |q_1 \ q_2 \ \dots \ q_n| \quad (16)$$

va β' ni qo'llab, quyidagini olamiz:

$$q_n = \beta. \quad (17)$$

(11) shakl ifodasidagi Q va A' matritsalarlarning (16) shaklini qo'llab, A' matritsaning $\alpha'_0, \alpha'_1, \dots, \alpha'_{p-1}$ noma'lumlariga nisbatan quyidagi tenglamalarni olish mumkin:

$$Aq_1 - \dot{q}_1 = \alpha'_{n-1}q_1 + \alpha'_{n-2}q_2 + \dots + \alpha'_0q_n, \quad (18)$$

$$\left. \begin{aligned} Aq_2 - \dot{q}_2 &= -q_1 & \text{yoki} & \quad q_1 = \dot{q}_2 - Aq_2, \\ Aq_3 - \dot{q}_3 &= -q_2 & \text{yoki} & \quad q_2 = \dot{q}_3 - Aq_3, \\ Aq_{2n} - \dot{q}_n &= -q_{n-1} & \text{yoki} & \quad q_{n-1} = \dot{q}_n - Aq_n. \end{aligned} \right\} \quad (19)$$

Shunday qilib, (17) va (19) tenglamalardan barcha Q matritsa olinishi mumkin. Natijada, (18) shakldagi tenglama quyidagicha yoziladi:

$$Q \begin{vmatrix} \alpha'_{n-1} \\ \vdots \\ \alpha'_0 \end{vmatrix} = Aq_1 - \dot{q}_1 \quad (20)$$

Agarda Q matritsa yaqqol (ruscha "virojdena") bo'lmasa, (18) va (19) shakldagi tenglamalardan $\alpha'_0, \alpha'_1, \alpha'_2$ noma'lumlar olinishi mumkin va h.k. Natijada, (14) shakldagi tenglama bilan aniqlanadigan o'zgartirish (ruscha "preobrazovanie") mumkin bo'ladi.

Agarda Q matritsa yaqqol (ruscha "virojdena") bo'lsa, (10) shakldagi tizim regulyatorni (1.1.5-, 1.8.2- va 1.8.3-rasmlardagi UR va M ko'rinishida ifodalangan tizimni) o'z tarkibiga oluvchi tuzilmaga (1.1.5-, 1.8.2- va 1.8.3-rasmlarda ifodalangan modellarga) aylantirilishi mumkin. Unda faqat A matritsaning o'lchami $n \times n$ o'lchamga qaraganda bir darajaga kam bo'ladi.

MUNDARIJA

KIRISH	3
I BOB. MOLIYA BOZORI ASOSLARI	
1.1. Moliya bozorining mazmuni, iqtisodiyotdagi ahamiyati va o'zmi	5
1.2. Moliya bozorining tuzilmasi, tarkibiy qismlari va qatnashchilari	29
1.3. Moliya bozori tasnifi va turlari tavsifi	31
1.4. Moliya bozoriga xos voqeliklar rivojini shakllantiruvchi omillar	35
1.5. Moliya bozorida amalga oshiriladigan bitim va operatsiyalar mazmuni va turlari	39
1.6. Moliya bozorining iqtisodiy modeli	41
1.7. Moliya bozorining muvozanat holatini ifodalovchi modellar	44
1.8. Moliyaviy instrumentning bozor qiymati va narxi, ularni o'zaro ekvivalent bog'liqligi	46
II BOB. MOLIYA BOZORI INSTRUMENTLARI VA QIMMATLI QOFOZLAR	
2.1. Moliya bozori instrumentlari tasnifi va tavsifi	67
2.2. Qimmatli qog'ozlar tasnifi va tavsifi	72
2.3. Qimmatli qog'ozlarning hayot jarayoni ssikli	93
2.4. Bazaviy qimmatli qog'ozlarning muomala mexanizmi	95
2.5. Hosilaviy qimmatli qog'ozlar va ularni chiqarish	98
III BOB. MOLIYA BOZORI INDIKATORLARI VA MODELLARI	
3.1. Moliya bozori indikatorlari	106
3.2. Jahon qimmatli qog'ozlar bozori fond indeksleri	108
3.3. Moliya bozorining jahon amaliyotidagi modellari	114
3.4. O'zbekiston moliya bozorining modeli	121
3.5. Sek'yuritizatsiya bozorining modellari va xususiyatlari	124
IV BOB. MOLIYAVIY INSTRUMENTLAR TAHLILI	
4.1. Moliya bozorida investitsiyalar daromadlilikini baholash	139
4.2. Foiz stavkasi va uning dinamikasi	142
4.3. Pul oqimlarini diskontlash	148
4.4. Pulning vaqt mobaynidagi bahosini hisoblash	153
4.5. Bazaviy qimmatli qog'ozlarning ko'rsatkichlari va ularni baholash	157
4.6. Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning ko'rsatkichlari va ularni baholash	165

4.7.	Fundamental va texnik tahlil asoslari	171
4.8.	Qimmatli qog'ozlarni sek'yurimetrik tahlili	179
V BOB. MOLIYA BOZORI EMITENTLARI		
VA INVESTORLARI, ULARNING SIYOSATI VA ROLI		
5.1.	Emitentlar, ularning siyosati va moliya bozorida roli	184
5.2.	Investorlar, ularning siyosati va moliya bozorida roli	188
5.3.	Emitent va investorlarning o'zaro bog'liqligi	193
VI BOB. MOLIYA BOZORI INSTITUTLARI, ULARNING FAOLIYATI VA ROLI		
6.1.	Moliya bozorlarida sug'urta tashkilotlarining faoliyati va roli	196
6.2.	Moliya bozorlarida banklarning faoliyati va roli	198
6.3.	Moliya bozorlarida investitsiya institutlarining faoliyati va roli	201
6.4.	Moliya bozorlarida davlat moliya institutlarining faoliyati va roli	220
6.5.	Moliya bozorlarida xalqaro moliya institutlarining faoliyati va roli	222
VII BOB. MOLIYA BOZORI SAVDO TIZIMLARI, ULARNING FAOLIYATI VA ROLI		
7.1.	Moliya bozorlarining savdo tizimlari va ularning iqtisodiyotdagi roli	228
7.2.	Birjalar va ularning faoliyati	234
7.3.	Elektron savdo tizimlari va ularning faoliyati	243
7.4.	Moliya mahsulotlarining chakana savdosi tizimlari	246
VIII BOB. MOLIYA BOZORI RISKLARI VA INVESTITSION PORTFELLARNI BOSHQARISH ASOSLARI		
8.1.	Moliya bozori risklari, ularni baholash va boshqarish	257
8.2.	Birja risklari	266
8.3.	Investitsion jarayondagi risk omili	269
8.4.	Investitsion portfellar	273
8.5.	Investitsion portfelni shakllantirish asoslari	279
8.6.	Investitsion portfelni baholash va boshqarish asoslari	284
IX BOB. MOLIYA BOZORINI MUVOFIQLASHTIRISH VA NAZORAT QILISH		
9.1.	Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish kontseptsiyalari	289
9.2.	Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish institutlari va ularning o'zaro bog'liqlikdagi faoliyati	302
9.3.	Moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish modellari	314

9.4. Qimmatli qog'ozlar bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilishning jahon amaliyoti	317
9.5. Moliya bozori makroregulyatori konsepsiyasi	324
9.6. Moliya bozori transparentligi, undagi axborot va hisobotlar tizimi	334
9.7. O'zbekistonda moliya bozorini muvofiqlashtirish va nazorat qilish mexanizmlari	339

X BOB. JAHON MOLIYA BOZORINING ZAMONAVIY TENDENSIYALARI VA MUAMMOLARI

10.1. Jahon moliya bozorining rivojlanishi tendentsiyalari va muammolari	345
10.2. Xalqaro moliya bozorlaridagi operatsiyalar	355
10.3. O'zbekiston moliya bozorining jahon moliya bozorlariga integratsiyalashuvi masalalari	356
Adabiyotlar ro'yhati	362
Ilova 1. Iqtisodiy o'sish, investitsiyalar va moliya bozorining o'zaro bog'liqligi	374
Ilova 2. Indikatorlar guruhleri	377
Ilova 3. Qimmatli qog'ozlar bozorlari indekslari	387
Ilova 4. Bozor iqtisodiyotining qonun va kategoriyalari	408
Ilova 5. «Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar» fani bo'yicha o'quv-metodik ko'rsatmalar	410
Ilova 6. Kitobning 1.1.5-, 1.8.2- va 1.8.3-rasmlardagi umumiy regulyator orqali o'zaro bog'liq bo'lgan ikki tizim ekvivalentligining matematik isboti	428

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
ГЛАВА I. ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА	
1.1. Сущность, значение и роль финансового рынка в экономике..	5
1.2. Структура, составные части и участники финансового рынка.....	29
1.3. Классификация и характеристика финансового рынка	31
1.4. Факторы, формирующие развитие явлений, характерных для финансового рынка	35
1.5. Содержание и виды сделок и операции, совершаемых на финансовом рынке.....	39
1.6. Экономическая модель финансового рынка	41
1.7. Модели, характеризующие равновесное состояние финансового рынка	44
1.8. Рыночная стоимость и цена финансовых инструментов, их эквивалентная взаимосвязь	46
Глава II. ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ЦЕННЫЕ БУМАГИ	
2.1. Классификация и характеристика инструментов финансового рынка	67
2.2. Классификация и характеристика ценных бумаг.....	72
2.3. Жизненный цикл ценных бумаг.....	93
2.4. Механизм обращения базовых ценных бумаг	95
2.5. Производные ценные бумаги и их выпуск	98
Глава III. ИНДИКАТОРЫ И МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА	
3.1. Индикаторы финансового рынка	106
3.2. Фондовые индексы мирового рынка ценных бумаг	108
3.3. Модели финансового рынка в мировой практике.....	114
3.4. Модел финансового рынка Узбекистана.....	121
3.5. Модели и особенности рынка секторитизации	124
Глава IV. АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ	
4.1. Оценка прибыльности инвестиций на финансовом рынке .	139
4.2. Процентная ставка и ее динамика	142
4.3. Дисконтирование денежных потоков	148
4.4. Расчет временной стоимости денег	153
4.5. Показатели базовых ценных бумаг и их оценка	157
4.6. Показатели производных ценных бумаг и их оценка	165
4.7. Основы фундаментального и технического анализа	171
4.8. Секьюритизационный анализ ценных бумаг	179

Глава V. ЭМИТЕНТЫ И ИНВЕТОРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ИХ ПОЛИТИКА И РОЛЬ

- | | |
|--|-----|
| 5.1. Эмитенты, их политика и роль на финансовом рынке | 184 |
| 5.2. Инвесторы, их политика и роль на финансовом рынке | 188 |
| 5.3. Взаимосвязь эмитентов и инвесторов | 193 |

Глава VI. ИНСТИТУТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И РОЛЬ

- | | |
|---|-----|
| 6.1. Деятельность и роль страховых организаций на финансовых рынках | 196 |
| 6.2. Деятельность и роль банков на финансовых рынках | 198 |
| 6.3. Деятельность и роль инвестиционных институтов на финансовых рынках | 201 |
| 6.4. Деятельность и роль государственных финансовых институтов на финансовых рынках | 220 |
| 6.5. Деятельность и роль международных финансовых институтов на финансовых рынках | 222 |

Глава VII. ТОРГОВЫЕ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И РОЛЬ

- | | |
|---|-----|
| 7.1. Торговые системы финансовых рынков и их роль в экономике | 228 |
| 7.2. Биржи и их деятельность | 234 |
| 7.3. Электронные торговые системы и их деятельность | 243 |
| 7.4. Системы розничной торговли финансовыми продуктами .. | 246 |

Глава VIII. РИСКИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПОРТФЕЛЯМИ

- | | |
|--|-----|
| 8.1. Риски финансового рынка, их оценка и управление | 257 |
| 8.2. Биржевые риски | 266 |
| 8.3. Фактор риска в инвестиционном процессе | 269 |
| 8.4. Инвестиционные портфели | 273 |
| 8.5. Основы формирования инвестиционного портфеля | 279 |
| 8.6. Основы оценки и управления инвестиционным портфелем | 284 |

Глава IX. РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

- | | |
|--|-----|
| 9.1. Концепции регулирования финансового рынка | 289 |
| 9.2. Институты регулирования финансового рынка и их взаимосвязанная деятельность | 302 |
| 9.3. Модели регулирования финансового рынка | 314 |
| 9.4. Мировая практика регулирования рынка ценных бумаг | 317 |
| 9.5. Концепция макрорегулятора финансового рынка | 324 |
| 9.6. Транспарентность финансового рынка, система информации и отчетности | 334 |

9.7. Механизмы регулирования финансового рынка в Узбекистане	339
Глава X. СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА	
10.1. Тенденции и проблемы развития мирового финансового рынка	345
10.2. Операции на международных финансовых рынках	355
10.3. Вопросы интеграции финансового рынка Узбекистана в мировые финансовые рынки	356
Список литературы	362
Приложение 1. Взаимосвязь экономического роста, инвестиций и финансового рынка	374
Приложение 2. Группы индикаторов	377
Приложение 3. Индексы рынков ценных бумаг	387
Приложение 4. Законы и категории рыночной экономики	408
Приложение 5. Учебно-методические рекомендации по дисциплине «Финансовый рынок и ценные бумаги»	410
Приложение 6. Математическое доказательство эквивалентности взаимосвязанных посредством общего регулятора двух систем, показанных в книге на рисунках 1.1.5-, 1.8.2- и 1.8.3	428

CONTENTS

Introduction.....	3
The Chapter I. THE BASES FINANCIAL MARKET	
1.1. Essence, importance and role financial market in economics.....	5
1.2. The Structure, component parts and participants financial market.....	29
1.3. The Categorization and feature financial market	31
1.4. The Factors, development phenomenas typical for financial market.....	35
1.5. The Contents and types of the deals and operations, made on financial market.....	39
1.6. The Economic model financial market	41
1.7. Models, characterizing equal condition financial market	44
1.8. The cost and price of financial instrument, their analogy	46
The Chapter II. THE INSTRUMENTS FINANCIAL MARKET AND SECURITIES	
2.1. The Categorization and feature instrument financial market	67
2.2. The Categorization and feature of the securities.....	72
2.3. The Life cycle of the securities.....	93
2.4. The Mechanism of the base securities	95
2.5. The Mechanism of the derived securities.....	98
The Chapter III. THE INDICATORS And MODELS FINANCIAL MARKET	
3.1. The Indicators financial market	106
3.2. The Indexes of the world securities market	108
3.3. The Models financial market in world practice.....	114
3.4. The Model financial market of Uzbekistan	121
3.5. The Model and particularity securitizations market	124
The Chapter IV. THE ANALYSIS FINANCIAL INSTRUMENT	
4.1. The Estimation of profity investment on financial market.....	139
4.2. The Percent rate and her(its) track record.....	142
4.3. Discounting money flow.....	148
4.4. The Payment of the time cost of the money	153
4.5. The Factors of the base securities and their estimation.....	157
4.6. The Factors of the derived securities and their estimation.....	165
4.7. The Bases fundamental and technical analysis	171
4.8. Securitiesmetrics analysis of the securities.....	179
The Chapter V. THE EMITTERS And INVESTORS FINANCIAL MARKET, THEIR POLICY And ROLE	
5.1. The Emitters, their policy and role on financial market.....	184
5.2. The Investors, their policy and role on financial market.....	188
5.3. Intercoupling emitter and investor.....	193
The Chapter VI. THE INSTITUTES FINANCIAL MARKET, THEIR ACTIVITY And ROLE	
6.1. Activity and role insurance organization on financial market.....	196
6.2. Activity and role of the banks on financial market	198
6.3. Activity and role investment institute on financial market.....	201
6.4. Activity and role state financial institute on financial market.....	220
6.5. Activity and role international financial institute on financial market.....	222

**The Chapter VII. THE TRADE SYSTEM FINANCIAL MARKET, THEIR
ACTIVITY And ROLE**

7.1. The Trade systems financial market and their role in economy	228
7.2. The Exchanges and their activity.....	234
7.3. The Electronic trade systems and their activity	243
7.4. The Systems to retail business financial product.....	246

**The Chapter VIII. THE RISKS FINANCIAL MARKET And BASES OF
CONTROL INVESTMENT BRIEF CASE (PORTFOLIO)**

8.1. The Risks financial markets, their estimation and control	257
8.2. The Exchange risks	266
8.3. The Factor of the risk in investment process.....	269
8.4. The Investment briefcases (portfolio).....	273
8.5. The Bases of the shaping the investment briefcase (portfolio).....	279
8.6. The Bases of the estimation and investment briefcase (portfolio) control.....	284

The Chapter IX. THE REGULATION FINANCIAL MARKET

9.1. The Concepts of the regulation financial market.....	289
9.2. The Institutes of the regulation financial market and their interconnected activity.....	302
9.3. The Models of the regulation financial market.....	314
9.4. The Amicable agreement practice regulations bond market.....	317
9.5. The Concept magroregulations of financial market.....	324
9.6. Transparentical financial market, information systems and reporting.....	334
9.7. The Mechanisms of the regulation financial market in Uzbekistan.....	339

**The Chapter X. THE MODERN TREND And PROBLEMS WORLD
FINANCIAL MARKET**

10.1. The Trends and problems of the development world financial market.....	345
10.2. The Operations on international financial market.....	355
10.3. The Questions to integrations financial market Uzbekistan in world financial market	356

The List of the literature.....

Exhibit 1. Intercoupling the economic growing, investment and financial market.....	374
Exhibit 2. The Indexes groups	377
Exhibit 3. The Groups indicators	387
Exhibit 4. The lows and categories of the economics	408
Exhibit 5. Scholastic-methodical recommendations on discipline "Financial market and securities".....	410
Exhibit 6. A mathematical proof of the equivalence of interconnected via a General regulator of the two systems, as shown in the book in figures 1.1.5, 1.8.2 and 1.8.3	428

SHOHA'ZAMIY SHOHMANSUR SHOHAZIR O'G'LI

MOLIYA BOZORI VA QIMMATLI QOG'OZLAR

Toshkent – «Fan va texnologiya» – 2012

Muharrir:	M.Hayitova
Tex. muharrir:	A.Moydinov
Musahhih:	F.Ismoilova
Musavvir:	H.G'ulomov
Kompyuter sahifalovchi:	N.Hasanova

**Nasr.lits. AIN№149, 14.08.09. Bosishga ruxsat etildi 15.06.2012.
Bichimi 60x84 ¹/₁₆. «Timez Uz» garniturasini. Ofset bosma usulida bosildi.
Shartli bosma tabog'i 28,0. Nashriyot bosma tabog'i 27,5.
Tiraji 500. Buyurtma № 68.**

**«Fan va texnologiyalar Markazining
bosmaxonasi» da chop etildi.
100066, Toshkent sh., Olmazor ko'chasi, 171-yu.**