А.У.БУРХАНОВ,
Х.Х.ХУДОЙҚУЛОВ

МОЛИЯ БОЗОРИ ВА ИНВЕСТИЦИЯЛАР

65.9(5У)-96
Б-96

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ

FarPI ARM
O'quv zali

А.У.БУРХАНОВ, Х.Х.ХУДОЙҚУЛОВ

МОЛИЯ БОЗОРИ ВА ИНВЕСТИЦИЯЛАР

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ ТОМОНИДАН
ИҚТИСОДИЁТ ТАЪЛИМ ЙЎНАЛИШИ ТАЛАБАЛАРИ
УЧУН ДАРСЛИК СИФАТИДА ТАВСИЯ ЭТИЛГАН

Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг 90 йиллигига бағишланади

PARG'ONA POLITEXNIKA INSTITUTINING
AXBOROT RESURS MARKAZI
INV № 6022/1
30. 10 2023 YIL

ТОШКЕНТ
«МАЪНАВИЯТ»
2021

УЎК 330.322(575.1)
КБК 65.9(5Ў)-56
Б 96

Бурханов А.У., Худойқулов Х.Х.

Б 96 Молия бозори ва инвестициялар [Матн]: дарслик / А.У. Бурханов, Х.Х. Худойқулов. – Т.: «Маънавият», 2021. – 528 бет.

ISBN 978-9943-04-405-0

Дарслик «Молия бозори ва инвестициялар» фани дастури асосида тайёрланган бўлиб, унда молия бозорининг иқтисодий моҳияти, унинг қатнашчилари, инструментлари, профессионал иштирокчилари, институционал инвесторлари ва қатнашчилари, уни мувофиқлаштириш ва тартибга солиш, инвестицион фаолият, инвестиция сиёсати ва муҳити, инвестицион лойиҳа ва уни молиялаштириш, хорижий инвестициялар ва уларни жалб қилиш йўналишлари, қимматли қоғозлар бозорида коллектив инвестициялаш институтлари, рисклар ва инвестицион портфелларни бошқариш асослари, жаҳон молия бозори ривожланишининг замонавий тенденциялари каби масалалар ёритилган.

Китоб талабалар, магистрантлар, докторантлар, мустақил изланувчилар, иқтисодиёт йўналишида фаолият юритаётган профессор-ўқитувчилар, амалиётчи мутахассислар, молия бозори ва инвестициялар муаммолари билан қизиқувчиларга мўлжалланган.

УЎК 330.322(575.1)
КБК 65.9(5Ў)-56

ТАҚРИЗЧИЛАР:

Н.Х.Жумаев *– Олий мажлис Қонунчилик палатаси депутати, и.ф.д., профессор;*

Р.Х. Карлибаева *– ТДИУ профессори, и.ф.д.*

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ КЕНГАШИ ТОМОНИДАН НАШРГА ТАВСИЯ ЭТИЛГАН.

ISBN 978-9943-04-405-0

© Бурханов А.У., Худойқулов Х.Х., 2021
© «Маънавият», 2021

МУНДАРИЖА

КИРИШ 3

1-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ВА УНИНГ ҚАТНАШЧИЛАРИ

1.1. Молия бозори тушунчаси, унинг тузилмаси ва иқтисодиётдаги аҳамияти 8
1.2. Молия бозори таснифи ва турлари тавсифи 16
1.3. Молия бозорининг жаҳон амалиётидаги ташкилий моделлари 26

2-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТРУМЕНТЛАРИ

2.1. Молия бозори инструментлари турлари ва уларнинг тавсифи 39
2.2. Улушли қимматли қоғозлар ва акциядорлик жамияти фаолиятининг ўзига хос хусусиятлари 49
2.3. Қарз муносабатларини ифодаловчи қимматли қоғозлар ва уларнинг турлари 56
2.4. Ҳосилавий қимматли қоғозлар (деривативлар) турлари ва улар муомаласининг ўзига хос хусусиятлари 71

3-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ ПРОФЕССИОНАЛ ИШТИРОКЧИЛАРИ

3.1. Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият 86
3.2. Инвестиция воситачиси, маслаҳатчиси, уларнинг ўзига хос хусусиятлари 93

4-БОБ. ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИДА КОЛЛЕКТИВ ИНВЕСТИЦИЯЛАШ ИНСТИТУТЛАРИ

4.1. Коллектив инвестициялаш институтларининг мазмуни ва моҳияти 113
4.2. Пай фондлари, уларнинг турлари ва хусусиятлари 118
4.3. Индексли фондлар ва уларнинг ўзига хос жиҳатлари 129
4.4. Хусусийлаштириш инвестиция фондлари ва ваучерлар 134

5-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ ИНСТИТУЦИОНАЛ ИНВЕСТОРЛАРИ ВА ҚАТНАШЧИЛАРИ

5.1. Молия бозори институционал инвесторларининг таркиби 141
5.2. Тижорат банкларини қимматли қоғозлар билан операциялари 148
5.3. Суғурта компанияларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолияти 167

6-БОБ. ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР САВДОСИНИНГ ТАШКИЛОТЧИЛАРИ ВА ОПЕРАЦИЯЛАРИ

6.1. Молия бозорларининг савдо тизимлари ва уларнинг иқтисодиётдаги роли 172
6.2. «Тошкент» РФБ орқали савдоларни ташкил этиш 183
6.3. Қимматли қоғозлар уюшган ва уюшмаган бозорлари 197

7-БОБ. РИСКЛАР ВА ИНВЕСТИЦИОН ПОРТФЕЛЛАРНИ БОШҚАРИШ АСОСЛАРИ

7.1. Молия бозори рисклари, уларни баҳолаш ва бошқариш 203
7.2. Инвестицион портфелларни шакллантириш ва уларнинг турлари 213
7.3. Инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш 218
7.4. Акциядорлик жамияти капиталини баҳолаш ва бошқариш 228

8-БОБ. МОЛИЯ БОЗОРИНИ МУВОФИҚЛАШТИРИШ ВА ТАРТИБГА СОЛИШ

8.1. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг вазифаси ва моҳияти 237
8.2. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг жаҳон амалиёти 246
8.3. Ўзбекистон молия бозорини мувофиқлаштириш ва тартибга солиш тизимини ривожланиш тарихи 255

9-БОБ. ЖАҲОН МОЛИЯ БОЗОРИ РИВОЖЛАНИШИНИНГ ЗАМОНАВИЙ ТЕНДЕНЦИЯЛАРИ

9.1. Жаҳон молия бозорининг ривожланиш тенденциялари 271
9.2. Халқаро молия бозорларидаги операциялар 281
9.3. Ўзбекистон молия бозорининг жаҳон молия бозорига интеграциялашуви масалалари 292

10-БОБ. ИНВЕСТИЦИЯ ХАҚИДА ТУШУНЧА ВА УНИНГ ИҚТИСОДИЙ МОҲИЯТИ

10.1. Инвестиция тушунчаси ва иқтисодий моҳияти 298
10.2. Инвестицияларнинг таснифланиши 308
10.3. Инвестиция муносабатларини давлат томонидан тартибга солиниши 316
10.4. Ўзбекистон иқтисодиётини ривожлантиришда инвестицияларнинг ўрни 327

11-БОБ. ИНВЕСТИЦИЯ ФАОЛИЯТИ

11.1. Инвестиция фаолияти, унинг объектлари ва субъектлари 340
11.2. Инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбалари ва шакллари 348

12-БОБ. ИНВЕСТИЦИЯ СИЁСАТИ ВА МУҲИТИ

12.1. Инвестиция сиёсатининг моҳияти, вазифалари ва устувор йўналишлари 363
12.2. Ҳудуд инвестиция сиёсати ва уни такомиллаштириш йўллари 368
12.3. Ҳудудларда инвестиция сиёсати самарадорлигини баҳолаш 383
12.4. Инвестиция муҳити ва унинг шаклланиши 392
12.5. Ўзбекистонда инвестиция сиёсати ва муҳити 396
12.6. Инвестиция муҳити жозибадорлиги ва уни ошириш йўллари 402
12.7. Инвестиция муҳити жозибадорлигини баҳолаш 408

13-БОБ. ИНВЕСТИЦИЯ ЛОЙИҲАСИ ВА УНИ МОЛИЯЛАШТИРИШ

13.1. Инвестиция лойиҳаси тушунчаси, унинг мақсади ва қатнашчилари 418
13.2. Пул оқимларини дисконтлаш 428
13.3. Инвестиция лойиҳаларини самарадорлиги, уни баҳолаш мезонлари ва усуллари 435
13.4. Инвестиция лойиҳаларининг ҳаётий цикли 446
13.5. Инвестиция рисклари ва уларни баҳолаш усуллари 454

14-БОБ. ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШ ВА МОЛИЯЛАШТИРИШ

14.1. Хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг иқтисодий моҳияти ва механизмлари 471
14.2. Хорижий инвестицияларнинг шакл ва турлари 482
14.3. Хорижий инвестицияларни жалб қилиш тамойиллари ва йўналишлари 490
14.4. Ўзбекистон иқтисодиётига хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг иқтисодий аҳамияти ва ҳозирги ҳолати 501
ГЛОССАРИЙ 514
ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ 520

КИРИШ

Молия бозори ресурсларнинг тақсимланиши ва қайта тақсимланишини таъминловчи молиявий тизим ҳисобланиб, унинг ривожланиши мамлакат иқтисодий ўсишига сезиларли даражада таъсир кўрсатади.

«Молия бозори ва инвестициялар» фани иқтисодиёт соҳаларида замонавий мутахассислар тайёрлаш тизимида асосий ўринлардан бирини эгаллайди.

Шу сабабли, мамлакатимиз молия бозори фаолиятини ривожлантириш мақсадида, 2017–2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида, аҳолининг бўш пул маблағларини иқтисодиётнинг реал секторига жалб қилиш мақсадида корхоналар томонидан чиқарилган қимматли қоғозларни сотиб олишни рағбатлантириш, хусусан, жисмоний шахсларнинг қимматли қоғозларни сотиб олишга йўналтирилган маблағларини даромад солиғидан озод этиш чора-тадбирларини ишлаб чиқиш вазифаси қўйилган.

Шу нуқтаи назардан, талабалар ҳозирги жамиятнинг иқтисодий ҳодиса ва жараёнларига тизимли ёндашиши, молия бозори асосларининг мақсади ва тамойиллари, молия бозорида инвестициялар даромадлилигини баҳолаш, молия бозори рисклари, уларни баҳолаш ва бошқариш, инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш асосларини билишлари, шунингдек, қимматли қоғозлар даромадлигини баҳолаш, базавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш, инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш, инвестиция лойиҳалари самарадорлигини баҳолаш, инвестиция муҳити жозибадорлигини таҳлил қилиш, инвестиция фаолиятини молиялаштириш усуллари бўйича кўникмаларига эга бўлиши лозим. Бу эса, ўз навбатида, «Молия бозори ва инвестициялар» фанини чуқур ўрганиш заруриятини юзага келтиради.

Муаллифлар А.Бурханов ва Х.Худойқуловлар томонидан тайёрланган «Молия бозори ва инвестициялар» дарслиги фаннинг ўқув дастуридаги тавсия этилган барча мавзулар батафсил баён

этилган бўлиб, ҳар бир боб сўнггида мавзуга оид назорат ва муҳокама учун саволлар келтирилган.

Дарсликда молия бозори, унинг қатнашчилари ва инструментлари, профессионал иштирокчилари ва институционал инвесторлари ҳамда қатнашчилари ҳақида мавзулар ёритиб берилган; молия бозорининг энг асосий элементи ҳисобланган қимматли қоғозлар бозори, унинг савдоси ташкилотчилари ва операциялари ҳамда коллектив инвестициялаш институтлари батафсил баён этилган; инвестиция лойиҳаси ва уни молиялаштириш ҳамда хорижий инвестицияларни жалб қилиш ва молиялаштириш мисоллар орқали тушунтириб берилган.

Дарслик мавзуларида молия бозори ривожланган давлатлар тажрибаларига ҳам алоҳида эътибор қаратилган. Шунингдек, мустақил таълимни самарали ташкил этишга алоҳида эътибор қаратилган.

Молия бозори ва инвестициялар масалаларига бағишланган ушбу дарслик Олий таълим муассасалари иқтисодиёт йўналиши талабалари, магистрантлари, докторантлари ва мустақил тадқиқотчилари ҳамда амалиётчи мутахассисларга фойдали бўлиши мумкин.

1-БОБ

МОЛИЯ БОЗОРИ ВА УНИНГ ҚАТНАШЧИЛАРИ

1.1. Молия бозори тушунчаси, унинг тузилмаси ва иқтисодиётдаги аҳамияти

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

Молия бозорини пайдо бўлиши инсоният жамиятида пулни пайдо бўлиши билан боғлиқ ҳисобланади. Инсоният жамиятида пул билан боғлиқ муносабатлар вужудга келиши молия бозорини вужудга келишига олиб келди. Йиллар давомида молия бозорини ривожланиши узлуксиз давом этмоқда. Бунга асосий сабаб, инсон цивилизациясининг молия соҳасидаги тажрибасини бойиши, унда шахсларнинг (юридик ва жисмоний) молиявий муносабатлари ва қизиқишлари кенгайиши, мақсадлари ва фаолият турлари ортиши, манфаатлари тобора ўсиб, уларнинг хақ-ҳуқуқлари борган сари мустаҳкамланиши ва таъминланишидадир.

Молия бозорининг ривожланиши параллел равишда жаҳон иқтисодий муносабатлари ва халқаро молия муносабатлари ва халқаро пул-кредит тизимларининг ривожланиши билан боғлиқ ҳолда амалга оширилади. XX асрнинг иқтисодий тараққиёти шуни тўлиқ тасдиқладики, фақат бозор иқтисодиётигина халқ хўжалиги самарадорлик кўрсаткичларининг энг юқори даражасини таъминлайди.

Бозор механизмининг самарадорлиги кўп жиҳатдан иқтисодиётнинг товар-пул муносабатлари билан қанчалик тўлиқ қамраб олинганлигига боғлиқ. Бу товар бозорлари билан бир қаторда молия бозорини шакллантириш зарурлигини англатади. Бозор иқтисодиёти молия бозорининг ривожланган айланмасисиз амал қилиши мумкин эмас.

XIX асрнинг иккинчи ярмида жаҳонда миллий иқтисодиётнинг интеграциялашуви даражаси ошиши натижасида жаҳон иқтисодиёти тизим сифатида пайдо бўлди. Жаҳонда валюта бозорини яралиши, тарихан замонавий молия бозорини шакллантиришнинг биринчи босқичини ташкил этишда объектив зарурат пайдо бўлди. Жаҳон валюта бозорини ривожланиши халқаро валюта фондининг 1960 йилдан 1976 йилгача валюта бозорини ривожлантириш даври ҳисобланди. Унга биноан, олтин ва олтин стандартлари бўйича олтин монометализмдан халқаро монетар тизим (ХВФ) доирасида ташкил этилган босқичлари динамик тарзда ривожланган. Халқаро валюта бозори ва унинг ривожланиши халқаро ва маҳаллий молия бозорининг ривожланишига олиб келди.

Ўтган асрнинг 50-йиллари ўрталарига халқаро валюта бозори ривожланишига биринчи жаҳон уруши (1914–1918), жаҳон иқтисодий инқирози (1929–1933), иккинчи жаҳон урушида (1939–1945) валюта чекловлари тўсиқ бўлди. Бундан ташқари, миллий молия бозорларини қаттиқ тартибга солишда талабнинг юқори қилиниши молия бозорини ривожланишига катта тўсиқ бўлди. Мазкур даврларда халқаро валюта бозори фаолиятни тўхтатди, шунинг учун халқаро ва миллий молия бозорининг бошқа сегментларини ривожлантириш учун объектив шароитлар мавжуд эмас эди.

Янги халқаро пул-кредит тизимини яратиш – Бреттон Вудс (1945–1946) – халқаро валюта бозорини тиклаш ва молия бозорининг бошқа сектори – халқаро кредит бозорининг босқичма-босқич ривожланишига ҳисса қўшди. Халқаро пул-кредит тизимини яратилиши молия бозорини ривожланишини ***иккинчи босқичи*** бошланди.

Халқаро ва миллий молия бозорининг шаклланишининг иккинчи босқичи 1950-йилларнинг охиридан бошланган бўлиб, унда давлатлар ўртасида капиталнинг (шу жумладан кредитларнинг) катта миқдордаги ҳаракати учун шартлар пайдо бўлган ва халқаро кредит бозорининг ривожланишига шароитлар яратилган вақтни ўз ичига олади. Халқаро кредит бозорининг биринчи операциялари асосан қисқа муддатли (бир йилгача бўлган) эди. Фақат, 1960-йилларда эса, узоқ муддатли кредитлар учун жиддий бозор талаби мавжуд бўлиб, кредитларнинг узоқ муддатли (баъзан 15 йилгача) бўлиши халқаро кредит бозорини ривожланиши асосида халқаро ва миллий молия бозори ривожланишига олиб келди. 1960-йилларнинг охирига келиб, халқаро кредит бозорида кредитлар

ҳажми сезиларли даражада ошди. XXI асрнинг бошларида халқаро ва миллий молия бозорининг капитал бозори сектори сезиларли миқёсда ривожланиб, кредит маҳсулоти ва хизматларининг кенг доирасини таклиф эта олди. Дунё иқтисодиётида халқаро кредит бозори ривожланиши халқаро фонд ва халқаро инвестиция бозорларининг шаклланишига туртки бўлди.

Халқаро фонд ва халқаро инвестиция бозорларининг ривожланиши халқаро ва миллий молия бозорнинг ривожланишини ***учинчи босқичи*** 1980-йилларга тўғри келади. Ушбу даврда халқаро ва миллий молия бозорининг суғурта сектори ҳисобланган, халқаро ва миллий суғурта бозори шаклланди. 1970 йилларнинг охири 1980-йилларнинг бошларида етакчи трансмиллий компаниялар ва банкларни шаклланиши, чет элда ишлаб чиқариш ва молиявий тузилмаларда эркин капитални жалб қилишни осонлаштириш мақсадида халқаро ва миллий молия бозорида қўшимча маблағлар жалб қилиш имконияти яратилди. Кўп секторли халқаро молия бозорини шакллантиришга асосан халқаро транзакциялар етакчи мамлакатларнинг валюталари конвертациялашни жорий қилиш, ушбу валюталарнинг алмашинув курслари учун эркин сузувчи курс тизимни яратилиши, етакчи саноатлашган мамлакатларда валюта режими эркинлаштириш сабаб бўлди. Бундан ташқари, чет эл валютасидаги валюта оқимларининг эркин ҳаракатланиши халқаро ва миллий молия бозорининг ривожланишига олиб келди.

1990 йилларда эса, халқаро ва миллий молия бозорининг шаклланишининг ***тўртинчи босқичида*** деривatив молиявий воситалар бозори жадал ривожланди. Ҳосилавий қимматли қоғозларни ривожланишида фоизлар, своплари, опционлари, кредитлар учун валюта своплари молия бозорларида 40 триллион доллардан ортиқ иштрок этди. Ушбу кўрсаткични 1980-йиллар даражаси билан солиштирганда бир неча баробар кўплигини кўрсатади. Халқаро ва миллий молия бозорини шакллантиришнинг асосий босқичлари 1.1-жадвалда акс этирилган.

Молия бозори муайян муносабатлар тизими ҳисобланиб, минтақалар, тармоқлар ва институтлар ўртасида рақобатбардошлик асосда молиявий ресурсларни тўплаш ва қайта тақсимлашнинг ўзига хос механизми ҳисобланади. Молия бозори нафақат иқтисодиётда пул маблағларини қайта тақсимлаш воситаси, балки мамлакатнинг иқтисодий ҳолатини кўрсатадиган кўрсаткич ҳисобла-

1.1 - жадвал

ХАЛҚАРО ВА МИЛЛИЙ МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ ШАКЛЛАНИШ БОСҚИЧЛАРИ[1]

Йил	1-босқич
1860-йиллар	Ташқи савдони ривожлантириш. Халқаро валюта бозорининг пайдо бўлиши
Йил	**2-босқич**
1950-йиллар	Миллий кредит бозори операцияларини интеграциялашуви.
1960-йиллар	Халқаро кредит бозорининг шаклланиши
Йил	**3-босқич**
1970-йиллар	Узоқ муддатли капитал учун халқаро бозорни шакллантириш ва халқаро инвестиция бозорини яратиш. Миллий фонд бозорларини тартибга солиш. Халқаро фонд бозори шаклланиши.
1980-йиллар	Трансмиллий банклар ва компанияларнинг тез суръатлар билан ривожланиши. Халқаро инвестициялар ва фонд бозорларини янада ривожланиши. Халқаро суғурта бозоридаги биринчи тизимли операциялар ривожланиши. Халқаро кредит бозори фаолиятининг ривожланиши.
Йил	**4-босқич**
1990-йиллар	Халқаро ва миллий молия бозорларининг фонд бозори сегментининг тез суръатлар билан ривожланиши. Ҳалқаро ва миллий молия бозорида дериватив бозорларини шаклланиши.
2000-йиллар	Ҳалқаро ва миллий молия бозорида дериватив бозорларини тез суръатларда ривожаниши.

нади. Бозор иқтисодиёти шароитида молиявий ресурслардан узлуксиз фойдаланиш, уларни самарали инвестициялаш ва мақсадга мувофиқ йўналтириш муҳим аҳамиятга эга. Молия бозори аҳоли ва хўжалик субъектларининг вақтинча бўш маблағларини йиғиш ва уларни самарали жойлаштиришда пул маблағларини эгалари (жамғарувчилар) ва улардан фойдаланувчилар (инвесторлар) ўртасида воситачилик қилади.

Молия бозори (financia) лотинча сўздан олинган бўлиб, пул, даромад маъносини англатади. Молия бозори тушунчаси кенг маънони ва мураккаб иқтисодий тоифани ташкил этади. Молия

[1] *М.А.Эскиндарова, Е.А.Звоновой.* Международный финансовый рынок. Учебник и практика. – М.: 2017. 29-б.

бозорининг замонавий маънода инглизча «financial market» сўзидан олинган бўлиб, молия бозори – бу қимматли қоғозлар ва облигациялар каби қимматли қоғозларни сотиб олиш ёки сотиш мумкин бўлган бозор ҳисобланади.[1] Ушбу термин биринчи бўлиб 1963 йилда таниқли иқтисодчи Жеймс Тобин томонидан қўлланилган.[2] Бироқ, ўша пайтда молия бозори пул бозори ва капитал бозори билан боғлиқ бўлмаган ва ушбу термин кенг тарқалмаган. 1973 йилда «The Encyclopedia Americana» энциклопедиясида ҳам «financial market» сўзи қайд этилмади, аммо 1976 йилда Британиянинг «The New Encyclopedia Britannica» энциклопедиясида «financial market» сўзи киритилган. Шубҳасиз, молия бозори терминининг кириб келиши пул бозори ва капитал бозорини ривожланишига тўғри келади деб, 1974 йилда Роналд Робинзоннинг «Молия бозорлари: бойликни тўплаш ва тақсимлаш» асарида келтириб ўтилган.[3]

Европада ушбу тушунча Америка молия бозорининг таъсири остида бироз кейинроқ тарқалди. 1960-йилларнинг охирида Францияда «молия бозори» тушунчаси (marche financier) ишлатила бошланган, лекин ушбу термин пул бозорини ажратиш мақсадида капитал бозор маъносида ишлатилган.[4]

Молия бозорида ўзаро таъсирда бўладиган мулк эгалари билан сармоя, қарз олувчилар ўртасидаги муносабатларни тавсифлайди. Молия бозорида кредитлар, векселлар, акциялар, облигациялар, инвестициялар ва бошқа турдаги қимматли қоғозлар олди-сотди ва ҳаракат объекти ҳисобланади. Бозорлар ўз қонуниятлари асосида фаолият кўрсатади. Бу қонуниятларни билиш, улардан оқилона фойдалана олиш, бутун иқтисодий, молиявий самарани ошишида катта аҳамият касб этади.

Бугунги кунга келиб, молия бозорига дунё олимлари томонидан бир қатор таърифлар шакллантирилди. Маҳаллий иқтисодчи олим-

---

[1] *Т.В.Никитина, Репета-Турсунова А.В.* Финансовые рынки и финансово-кредитные институты. Учебное пособие / Т. В. Никитина, А. В. Репета-Турсунова. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. 115-б.

[2] *Tobin J.* Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls / J. Tobin, W. Brainard // The American Economic Review. – 1963. – Vol. LIII, № 2 – P. 383–400.

[3] *Robinson R.* Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth / R. Robinson. – N.Y.: McGraw-Hill, 1974. – 512 p.

[4] *Никитина Т.В., Репета-Турсунова А.В.* Н62 Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие / Т. В. Никитина, А. В. Репета-Турсунова. – СПб. : Изд-во СПбГЭУ, 2014. – 14 с

лардан Ш.Ш.Шоҳаъзамий таърифига кўра, *молия бозори* – бу монетизациялашган реал инвестицион базисга эквивалент молиявий инструментлар билан боғлиқ ташкиллашган, иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган муносабатларни мақсадли амалга оширувчи, иқтисодиёт субъектлар учун зарурий бозор шароитларини яратиб берувчи мажмуа сифатида намоён бўлувчи тизим. Ушбу тизим механизми иқтисодиётнинг барча субъектлари томонидан уларни ҳар бирининг алоҳида манфаатли мақсадлари доирасида ҳаракатга келтирилади.[1]

Хориж олималаридан В.Э. Чернова таърифига кўра, *молия бозори* – доимий ҳаракатда бўлган барча пул ресурсларининг умумий миқдори бўлиб, яъни иқтисодиётнинг турли субъектлари томонидан ушбу ресурсларга бўлган талаб ва таклифнинг ўзгариши орқали жойлаштириш ва қайта тақсимлаш ҳисобланади.[2] В.В. Углинская ва М.Г.Хорунжинлар таърифига кўра, *молия бозори* – махсус институтлар ёрдами билан молиявий активларни инвесторлар ўртасида алмашиш механизмини самарали тақсимлаш ҳисобланади.[3] Молия бозори – бу қимматли қоғозлар, облигациялар, валюталар ва деривативларни ўз ичига олган бозор ҳисобланади.[4]

Фикримизча, *молия бозори* – муайян институционал инфратузилма, шу жумладан, ихтисослаштирилган молиявий институтлар орқали молиявий активларни шакллантириш ва алмашиш бўйича турли субъектлар ўртасида пайдо бўладиган иқтисодий (молиявий) муносабатлар. Молия бозорларининг моҳияти молиявий ресурсларни истеъмолчилар ўртасида тежашни самарали тақсимлаш ва махсус молиявий институтлар орқали молиявий активларни алмашиш механизми ҳисобланади.

Молия бозорларининг мақсади ихтисослаштирилган молиявий институтлар орқали молиявий алмашинувида савдо, тўлов, ҳисоб-китоб ва бошқа тизимлар ташкил этиш учун шарт-шароитлар яратишдан иборат. Молия бозорлари элементлари сифатига қуйидагилар киради:

---

[1] *Шоҳаъзамий Ш.Ш.* Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т.: ТФИ, 2012. 265-б.

[2] *Чернова В.Э.* Финансовые рынки: учебное пособие / СПбГТУРП. – СПб.: 2015. 73 с.

[3] *Углинская В.В., Хорунжин М.Г.* Финансовые рынки: Учебное пособие для студентов экономических направлений всех форм обучения / Рубцовский индустриальный институт. – Рубцовск: 2015. 79-б.

[4] https://www.investopedia.com/terms/f/financial-market.asp.

- молиявий воситалар жами (инструментлар);
- молиявий институтлар тизими;
- молиявий активларни сотиб олиш ва сотиш учун битимлар тузиш технологияси, биржадан ташқари ва биржада амалга оширилган;
- молиявий активларни сотиб олиш ва сотиш битимларининг жами.

Шундай қилиб, молия бозорлари молиявий воситаларни сотиб олиш ва сотиш бўйича битимлар мажмуаси сифатида ифодаланади. Савдо, тўлов ва бошқа тизимлар технологиялари эса молиявий институтлар асосида амалга оширилади. Молия бозори объектлари (муайян товарлар) қуйидагиларни ўз ичига олади:

- миллий валютадаги пул;
- хорижий валюталар;
- қимматли қоғозлар;
- қимматбаҳо металлар;
- омонатлар;
- кредитлар.

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

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

Молия бозорининг асосий функцияларидан бири – молиявий инструментларнинг объектив бозор курсини (нархини) шакллантиришдир. Бундай курс қанчалик тез шаклланса, бозорда капитал шунчалик самара билан жойлаштирилади.

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

Молия бозорининг қўшимча вазифаларига қуйидагиларни киритиш мумкин:

- эмитентнинг молия оқимларини оптималлаштириш;
- бозор қатнашчиларининг ижобий имиджини шакллантириш;
- эмитентнинг иқтисодий манфаатларини ҳимоялаш;
- бизнесни ривожлантириш ва қўшимча иш жойларини яратиш;
- жаҳон молия тизимига интеграциялаштириш;
- сиёсий ҳуруж, молиявий ва иқтисодий қийинчилик, молиявий репрессия ва валютавий интервенция воситаси сифатида таъсир кўрсатиш;
- инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва мақсад-манфаатларини таъминлаш.

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

- барча потенциал инвесторлар ўз маблағларини фойдали тарзда жойлаштиришлари учун уларга тенг шарт-шароитларни яратиб бериш;
- бозорда тузиладиган битимларнинг ихтиёрийлиги;
- эркин рақобат йўлидаги тўсиқларни бартараф этиш;
- нархларни реал таркиб топадиган талаб ва таклиф асосида белгилаш;
- бозор тўғрисидаги қонун ҳужжатларига барча қатнашчилар томонидан риоя этиши;
- биржа ва биржадан ташқари операциялар, котировкалар, эмитентларнинг молиявий ҳолати тўғрисидаги ахборот ошкор этилишининг шартлиги;
- ўз фаолиятини қонун ҳужжатларига мувофиқ амалга ошираётган барча инвесторлар ва эмитентлар учун бозордан фойдаланиш мумкинлиги;

- молиявий инструментлар (қимматли қоғозлар) ва уларнинг эмитентларига доир ахборотнинг тўла ошкор этилишини, ошкораликни ва бу ахборотдан барча қатнашчилар фойдалана олишини таъминлаш;
- инвесторлар ва эмитентларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш;
- бозорда товламачилик ва бошқа ноқонуний фаолиятни тақиқлаш.

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

1.2. Молия бозори таснифи ва турлари тавсифи

Молия бозорининг турлари ва сегментларини фарқлаш турли таснифлаш мезонларига мувофиқ амалга оширилади. Молия бозорлари энг муҳим айланма активларнинг турига қараб таснифланади. Улар қуйидаги бозорларни ўз ичига олади.

- ► капитал бозори;
- ► олтин бозори;
- ► валюта бозори;
- ► суғурта бозори.

Капитал бозорида кредит капиталига бўлган талаб ва таклиф шакллантирилиб, вақтинчалик нақд пул маблағлари йиғилади ҳамда хўжалик юритувчи субъектлар ва инвесторлар ўртасида тақсимланади. Капитал бозорининг субъектларига молиявий институтлар, эмитентлар, инвесторлар, тижорат банклари, инвестиция фондлари киради.

Узоқ муддатли молиявий воситалар капитал бозорида қўлланилади ва савдолар кўпинча фонд биржаси ва биржа савдоларида ташкил этилади. Ташкил қилинган биржа савдолари бозор иштирокчиларини зарур ахборотлар билан таъминлайди. Уларнинг талаблар ва таклифларидан энг мақбул таклифни аниқланиб, савдолар амалга оширилади. Капитал бозорида олди-сотди объекти бўлиб, эркин кредит ресурслар ва уларга хизмат кўрсатадиган молиявий воситалар ҳисобланади.

Капитал бозорининг асосий таркибий қисми қимматли қоғозлар бозори ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бозорида давлат қарз мажбуриятлари (хазина мажбуриятлари, хазина векселлари ва бошқалар), шунингдек, қарз қимматли қоғозлари (векселлар, депозит сертификатлари ва облигациялар) муомалада бўлади. Давлат, корхоналар ва молиявий институтлар томонидан чиқарилган қимматли қоғозларнинг барча турлари шунингдек, қимматли қоғозлар ва ҳосилавий қимматли қоғозлар харид қилиш ва сотиш билан боғлиқ молиявий хизматлар объекти бўлиб хизмат қилади.

Бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда қимматли қоғозлар бозори битимларининг ҳажми ва у орқали келиб тушадиган молиявий ресурсларнинг хилма-хиллиги билан молия бозорининг энг кенг тарқалган тури ҳисобланади.

Қимматли қоғозлар бозори ташкилий жараён нуқтаи назаридан:

- бирламчи бозорлар;
- иккиламчи бозорлар;
- биржавий бозорлар;
- нобиржавий бозорларга бўлинади.

Қимматли қоғозларнинг бирламчи бозори – бу қимматли қоғозлар эмиссиясини ва бирламчи жойлаштирилишини амалга ошириш, яъни қимматли қоғозларни эмитент ёки унинг вакили томонидан дастлабки сармоядорга сотишдир.

Эмитент томонидан қимматли қоғозларни такрор чиқарилиши (масалан, устав фондини ошириш мақсадида) ёки иккиламчи эмиссияси ҳам бирламчи бозор доирасига киради.

Бирламчи бозорнинг энг муҳим тавсифи, эмитентлар томонидан ахборотни ошкор этилишидир. Бунда эмитент ҳақида тўлиқ маълумот бериладиган эмиссия проспектини ёки қимматли қоғозларни муомалага чиқариш тўғрисидаги маълумотларни эълон қилишдан фонд бозори соҳасида назорат вазифаларини амалга оширувчи махсус давлат идораларига тақдим этиладиган қимматли қоғозларни жойлаштириш ҳақидаги ҳисоботгача ошкор этилади. Қимматли қоғозларнинг бирламчи сотилиши оммавий ахборот воситаларида эмитент тўғрисидаги маълумотни эълон қилган ҳолда, қимматли қоғозларни харид қилишни очиқ таклиф этиш шаклида (исталган имкониятли сармоядор учун) ҳамда ёпиқ, обуна шаклида фақат тегишли давлат бошқарув идорасига маълум бўлган қоида

6624/11

қимматли қоғозларни шахсларнинг чекланган доираси ўртасида жойлаштириш йўли билан амалга оширилиши мумкин.

Қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозори – бу илгари чиқарилган ва ҳеч бўлмаганда бир марта харид қилинган қимматли қоғозлар олди-сотдиси (муомаласи) амалга ошириладиган бозоридир. Унинг функцияси қимматли қоғозларнинг олди-сотдисини тезкорлик билан таъминлашдан иборат. Бунда сотувчи ва харидорни учраштириш, бўш капитални иқтисодиётнинг энг унумли соҳасига зудлик билан сафарбар қилиш, томонларнинг ўзаро манфаатларини таъминлаш иккиламчи бозорнинг асосий вазифаси бўлиб ҳисобланади. Иккиламчи бозорнинг асосий кўрсаткичларидан бири ликвидлилик ҳисобланади.

Юқори ликвидлилик қисқа вақт ичида катта миқдордаги қимматли қоғозларни, уларнинг курсини сезиларсиз ўзгариши шароитида кам харажат билан олди-сотдига жалб қила олишдир ёки бошқача қилиб айтганда, бозорнинг ликвидлилиги – бу маълум вақт оралиғида бозор нархларининг кам миқдорда ўзгариб турғани ҳолда қимматли қоғозларнинг катта қисмини юқори суратда айланишини таъминлаш имкониятидир.

Бирламчи ва иккиламчи бозорлар ўртасидаги ўзаро муносабат иқтисодий муносабатларнинг ривожланишига, фонд бозорининг шаклланишига, унинг «ёшига», шунингдек, муомалада бўлган қимматли қоғозлар турларининг таркибига боғлиқ.

Масалан, иқтисодиёт нисбатан барқарор бўлган, қимматли қоғозлар бозорининг тарихи эса, бир неча юз йилларни қамраб олган ривожланган мамлакатларда қимматли қоғозларнинг деярли барча турлари бўйича иккиламчи савдо устун туради. Бирламчи бозордаги қимматли қоғозлар айланмаси ушбу мамлакатда иккиламчи бозор айланмасининг 5–10 фоизини ташкил этади холос. Одатда, кўпчилик ривожланган мамлакатлар фонд биржаларида қимматли қоғозларнинг бирламчи жойлаштирилиши амалга оширилмайди, шунинг учун уларда узоқ муомала муддатига эга бўлган қимматли қоғозлар баҳоланади.

Оммавий хусусийлаштириш билан кузатиладиган бозор муносабатларини вужудга келтириш жараёнини кечираётган ва эндигина ўзини фонд бозорларини барпо этаётган мамлакатлар учун ислоҳотларнинг дастлабки босқичларида қимматли қоғозларнинг бирламчи бозори устун туради.

Қимматли қоғозлар бозорининг уюшган ва уюшмаган турлари ҳам мавжуд. Қимматли қоғозларнинг уюшган бозори – қимматли қоғозларнинг муомалада бўлиши бўлиб, унда қимматли қоғозлар операциялари ушбу битимлар иштирокчилари учун қимматли қоғозлар савдосининг ташкилотчиси томонидан белгиланган тадбирлар ва шартлар билан тартибга солинади.

Қимматли қоғозларнинг уюшмаган бозори – бу қимматли қоғозларнинг муомалада бўлиши бўлиб, унда қимматли қоғозлар билан операциялар савдо ташкилотчиларининг ушбу битим предмети ва унинг иштирокчиларига нисбатан қўйган талабларига риоя этилмаган ҳолда амалга оширилади. Бу шундай бозорки, унда битимлар тузиш, қимматли қоғозлар иштирокчиларига қўйиладиган талаблар белгиланмаган, савдолар сотувчи ва харидорларнинг шахсий алоқаси орқали ихтиёрий равишда амалга оширилади. Мазкур бозорда тузилган битимлар ҳақидаги ахборот тизими мавжуд эмас. Бундан ташқари, битимлар иштирокчилари қандайдир муҳофаза ва суғурта механизмларидан фойдаланилмаган ҳолда амалга оширилади.

Битимлар махсус руйхатга олувчилар томонидан қонун билан белгиланган умумий тартибда расмийлаштирилади. Ушбу бозор «кўча» ёки «тартибсиз» бозор деб номланишга қарамай, у мутлақо чалкаш тартибсиз бозор эмас, агар товламачилик ҳоллари аниқланса тартибга солувчи давлат идораси ҳуқуқий чора кўради. Бундай бозорда сифатли қимматли қоғозлар кам, улар бўйича дивидендлар олиш ёки барча қўйилган маблағларни йўқотиш мумкин бўлган даромадли қимматли қоғозлар ҳам, шунингдек, эмитентлари мураккаб молиявий аҳволда қолган ёки банкротлик ёқасида бўлган, яроқсиз деб номланувчи акциялар ҳам сотилиши мумкин.

Ўзбекистон Республикасида уюшмаган бозорда янги барпо этилган, шунингдек, хусусийлаштирилган корхоналарнинг бирламчи ва иккиламчи эмиссиялари, акциялари, банк ҳамда тижорат векселлари сотилади ва харид қилинади.

Қимматли қоғозларнинг биржа ва биржадан ташқари бозорлари ҳам фаолият юритади.

Қимматли қоғозларнинг биржа бозори – бу қимматли қоғозлар билан фонд биржаси доирасида уюшган тарзда савдо қилиш соҳасидир.

Қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори – бу фонд биржасидан ташқарида қимматли қоғозлар билан савдо қилиш соҳасидир. Унда фонд биржасида сотувга қўйилмаган қимматли қоғозларнинг эркин савдоси дилерлар томонидан махсус телекоммуникация тармоқлари (телефон, телефакс, компьютер воситалари) ёрдамида амалга оширилади. Бу савдо воситачиларга фонд биржалари томонидан ўрнатилган юқори ставкали комиссион йиғимлардан қочишга шароит яратади.

Қимматли қоғозларнинг халқаро бозори – бу жаҳон миқёсида қимматли қоғозлар билан савдо қилиш соҳасидир. Бунда қимматли қоғозлар билан савдо қилиш натижасида капитал бир мамлакатдан иккинчисига оқиб ўтади. Қимматли қоғозлар билан савдо қиладиган халқаро йирик марказлар пайдо бўлади.

Валюта бозорида сотув объекти валюта ва унга тегишли битимларни амалга оширадиган молиявий воситалардир. Ушбу бозор хўжалик субъектларининг ташқи иқтисодий операциялар учун хорижий валютадаги эҳтиёжларини қондиришга, тегишли молиявий рискларни камайтиришга, реал алмашинув курсини ташкил қилишга имкон беради. Валюта бозорида инвесторлар, сотувчилар ва харидорларнинг манфаатлари мувофиқлаштирилади. Ташкилий-техник жиҳатдан, валюта бозори миллий ва хорижий банкларни бирлаштирадиган замонавий алоқа воситалари ҳисобланади. Валюта бозорининг субъекти бўлган брокер фирмалар ва бошқа молия институтлари фаолият юритади.

Олтин бозорида молиявий марказлар мунтазам равишда олтин савдосини бозор баҳосида амалга оширади. Бундай марказлар йирик банклар, қимматбаҳо металлар биржалари ва олтин савдоси бўйича ихтисослаштирилган ташкилотлар уюшмаси ҳисобланади. Жаҳон олтин бозори ҳар куни фаолият юритади. Бугунги кунда бутун дунёда 50 дан ортиқ олтин бозори мавжуд (Осиёда 19, Америкада 14, Европада 11, Африкада 8).

Суғурта бозорида турли суғурта маҳсулоти шаклидаги суғурта қопламаси олди-сотдиси амалга оширилади.

Молиявий инструментларнинг муомаласи ва муддати бўйича таснифланиши қуйидагилардан иборат:

– пул бозори;

– капитал бозори.

Пул бозори нақд пул ва нақдсиз маблағлар бозори ҳисобланиб, молиявий инструментлар бир йилгача бўлган муддатда бўлади. Молия бозорининг ушбу қисқа муддатли сегменти фаолияти хўжалик юритувчи субъектларга мавжуд тўлов қобилиятини таъминлаш ва уларнинг балансидан эркин ва самарали фойдаланиш учун пул маблағларининг етишмаслигини тўлдириш каби муаммоларни ҳал қилишга имкон беради.

Капитал бозори нақд пул ва нақдсиз маблағлар бозори ҳисобланиб, бунда молиявий инструментлар бир йилдан кўп муддатда бўлади. Капитал бозорининг фаолияти хўжалик субъектларига реал инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш учун инвестиция ресурсларини шакллантириш муаммоларини ҳал қилиш ва самарали молиявий инвестицияларни (узоқ муддатли молиявий инвестициялар) жалб қилишга имкон беради. Ушбу бозор сегментининг молиявий активлари юқори рентабелликка эга бўлганлиги сабабли ушбу молиявий активларнинг риски юқори бўлади.

Молия бозори ташкил этилиш даражасига қараб иккига бўлинади.

– уюшган бозор;

– уюшмаган бозор.

Уюшган бозорда савдо қоидалари махсус ташкил этилган бўлиб, савдо ташкилоти доимий асосда, махсус танланган (одатда, лицензияга эга) иштирокчилар ўртасида аниқ белгиланган тартибга мувофиқ амалга оширилади. Ушбу бозор валюта ва фонд биржалари тизимида намоён бўлади. Савдода иштирок этадиган эмитентлар листингга кирган бўлиши керак. Мазкур бозорда молия бозор иштирокчилари савдода иштирок этиш учун лицензияга эга бўлиши керак.

Уюшмаган бозорда молиявий инструментлар ва хизматларни сотиш ва сотиб олишни амалга оширишда олди-сотди битимлар рўйхатга олинмайди. Мазкур бозорда молиявий инструментларни риски юқори даражада бўлади. Ушбу ҳолат, биринчи навбатда, савдога қўйилган молиявий инструментлар ва хизматларни сифатли танлаш тартиби етишмаслиги ва иккинчидан, тузилган битимларда контрагентлар томонидан бажарилмаган операцияларни бажариш рискини юзага келтиради. Шу билан бирга, ушбу бозор молиявий инструментлар ва хизматларнинг янада кенгроқ айланишини таъминлайди. Хусусий инвесторларнинг молиявий инструментлар

учун юқори даражадаги рискга бўлган эҳтиёжини қондиради, бунинг натижасида юқори даромадга эга бўлади.

Тартиблашмаган бозор молия бозорида қимматли қоғозлар билан операцияларнинг муайян қисми амалга оширилади.

Молия бозорининг битимларни бажариш муддати мезонлари бўйича қуйидаги турлари мавжуд.

• *Спот бозори*. Транзакцияларни тезкор амалга оширадиган бозор, яъни тузилган битимлар бир неча кун давомида, лекин 5 иш кунидан кўп бўлмаган муддатда амалга оширилади.

• *Шошилинч бозор*. Битим бўйича мажбуриятларни бажариш 5 кундан ортиқ муддатга тузилган санадан кам бўлганлиги билан амалга оширилади.

Молия бозорининг инструментларни муомаласи босқичи мезонлари бўйича қуйидаги турларга бўлинади:

► *Бирламчи бозор*. Ушбу бозорда қимматли қоғозларни биринчи харидорларга сотиш жараёни бўлиб, у қимматли қоғозларни жойлаштириш деб аталади. Қимматли қоғозларни жойлаштириш эмиссиянинг охирги босқичларидан бири ҳисобланади. Қимматли қоғозларни жойлаштириш андеррайтер орқали амалга оширилади. Битта андеррайтер қимматли қоғозларни фонд биржасига жойлаштира олмаса, бир нечта андеррайтерлар билан биргаликда жойлаштирилади.

► *Иккиламчи бозор*. Қимматли қоғозларнинг биринчи эгасидан иккинчи эгасига, яъни бирламчи бозордаги қимматли қоғозлар яна бир марта олди-сотди жараёни ҳисобланади. Бошқача қилиб айтганда, бозорга илгари чиқарилган ва жойлаштирилган қимматли қоғозларни қайта сотиш бўйича битимларни тузишдир.

Молия бозорининг фаолиятини ҳудудлар бўйича таснифланиши қуйидагилардан иборат:

♦ *Маҳаллий молия бозори*. Асосан тижорат банклари, суғурта компаниялари, уюшмаган қимматли қоғозлар бозори ҳисобланади. Ушбу бозор маҳаллий хўжалик юритувчи субъектлар ва аҳолининг фаолияти билан амалга оширилади.

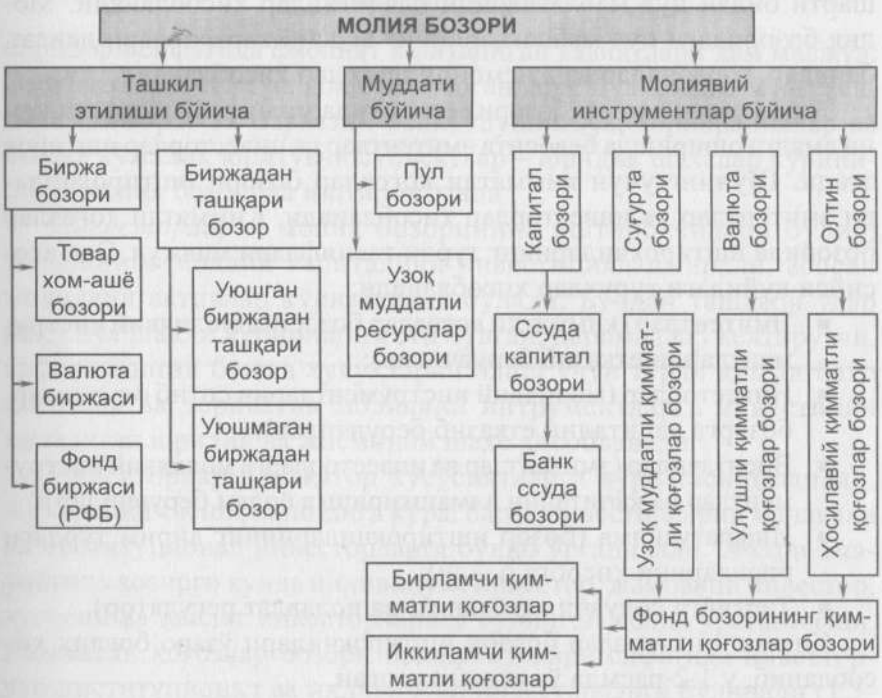
♦ *Ҳудудий молия бозори*. Бир нечта вилоятларда фаолият кўрсатадиган молия бозори ҳисобланади.

♦ *Миллий молия бозори*. Мамлакат молия бозорларининг ҳудудий тузилишини, уларнинг барча турларини, сегментларини ва шаклларини тўлиқ ўз ичига олади.

♦ *Жаҳон молия бозори*. Очиқ иқтисодиёти бўлган мамлакатларнинг миллий молия бозорларини бирлаштирадиган глобал молиявий тизимнинг ажралмас қисми ҳисобланади.

1.1-расмдан кўриниб турибдики, молия бозорининг таркибий тузилмасида унинг иштирокчилари ўртасида узвий боғлиқлик мавжуд. Молия бозори кенг фойдаланиладиган тушунча бўлиб, бозор иштирокчилари инвестицион, кредит, суғурта ва тижорат манфаатларини амалга оширадиган, молия бозорида иштирок этадиган барча юридик ва жисмоний шахсларни ўз ичига олади. Бироқ, уларни уч асосий гуруҳга ажратиш мумкин.

Биринчи гуруҳ молиявий хизматларни етказиб берувчилар ва истеъмолчилар бўлган молиявий активларни ва молиявий инс-



1.1-расм. **Молия бозорининг тузилиши ва унинг иштирокчилари.**[1]

[1] *Никитина Т.В., Репета-Турсунова А.В.* Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие / Т. В. Никитина, А. В. Репета-Турсунова. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. 16-б.

трументларни сотувчилари ва харидорларини ўз ичига олади. Бу тўғридан-тўғри молиявий битимлар ва операциялардан фойда олувчилари бўлган молия бозоридаги иштирокчилар гуруҳидир. Молия бозоридаги кредит бозори сегментида молиявий битимларнинг тўғридан-тўғри иштирокчилари кредиторлар ва қарз олувчилар ҳисобланади.

Кредиторлар – молия бозори иштирокчилари, улар маълум бир фоизга вақтинчалик фойдаланиш учун қарз берувчилар. Кредиторларнинг асосий функцияси қарз олувчиларнинг моддий эҳтиёжларини қондириш учун ўз маблағларини сотиш ва пул маблағларини қарзга бериш ҳисобланади.

Қарз олувчилар – молия бозоридаги субъектлар бўлиб, улар кредиторлар томонидан зудлик билан иш юритиш, тўлаш ва қайтариш шарти билан пул маблағларини оладиганлар ҳисобланади. Молия бозоридаги пул маблағларининг асосий қарздорлари давлат, банклар, корхоналар ва жисмоний шахслар ҳисобланади.

Қимматли қоғозлар бозори сегментида молиявий операцияларни амалга оширишда бевосита эмитентлар ва инвесторлар иштирок этади. Шунинг учун қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари эмитентлар ва инвесторлар ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бозорида иштирокчиларнинг турли таснифлари мавжуд. Энг асосийси қуйидаги гуруҳлар ҳисобланади:

- Эмитентлар (қимматли қоғозлар бозорига молиявий инструментларни етказиб берувчилар);
- Инвесторлар (молиявий инструментларни сотиб олувчилар, бозорга капитални етказиб берувчилар);
- Воситачилар (эмитентлар ва инвесторларга молиявий инструментлар ва капитални алмаштиришга ёрдам берувчилар);
- Инфратузилма (бозор иштирокчиларининг айрим турдаги рискларини ҳисобга олади);
- Тартибга солувчилар (давлат ва нодавлат регулятор).

Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари ўзаро боғлиқ ҳисобланиб, у 1.2-расмда ўз аксини топган.

Эмитентлар – қимматли қоғозларни чиқариш (эмиссия) йўли билан зарур молиявий ресурсларни жалб қилувчи молия бозори иштирокчилари. Молия бозорида эмитентлар анъанавий равишда ўзларининг қимматли қоғозларини сотувчиси сифатида фаолият юритади, лекин амалиётда эмитентлар ўз қимматли қоғозларини

1.2-расм. **Қимматли қоғозлар бозорининг иштирокчиларининг ўзаро боғлиқлиги.**[1]

харидори сифатида фаолият юритадиган вазиятлари ҳам мавжуд. Эмитентлар давлат ва ҳокимият органлари, пул-кредит муассасалари (тижорат ва марказий банк) шунингдек, корпорациялар ва бошқа хўжалик юритувчи субъектлар – юридик шахслар кўринишида молия бозорида иштирок этади.

Инвесторлар – молия бозорининг иштирокчилари бўлиб, ўзларининг моддий капиталини инвестициялаштиради, асосан молиявий активлар кўринишида бўлади. Бундан ташқари улар нақд пул шакли кўринишига эга бўлган, даромадлар келтирувчи, кафолатланган бошқа ҳуқуқларни олиш учун турли қимматбаҳо қоғозлар ва деривatив молиявий интрументларга инвестиция қиладиган юридик ва жисмоний шахс ҳисобланади.

Инвесторлар бир қатор хусусиятларга кўра таснифланади. Анъанавий таснифланишига кўра, барча инвесторларни малакали ва институционал инвесторларга бўлиб ўрганилади. Жаҳон амалиётида ҳозирги кунда индивидуал инвестор, жамоавий инвестор, хусусий ва давлат инвесторларига бўлинган ҳолда ўраганилади. Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари сифатида инвесторлар институционал ва индивидуал инвесторларга бўлинади (1.3-расм).

Суғурта бозорида тўғридан-тўғри молиявий битимлар иштирокчилари суғурталовчилар ва суғурталанувчилар ҳисобланади.

[1] Муаллифлар томонидан тайёрланган.

1.3-расм. **Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари сифатида инвесторлар институционал ва индивидуал инвесторлар.[1]**

Суғурталовчилар – суғурта хизматлари ва суғурта маҳсулотларининг турларини сотадиган молия бозорининг институционал органлари ҳисобланади. Суғурталовчининг молия бозоридаги асосий вазифаси, суғурталашнинг турли хил турлари учун ҳақ олиш ҳисобига суғуртанинг барча шакллари ва турларига суғурта ҳодисаси юз берганда зарарни қоплаш мажбурияти амалга оширилиши ҳисобланади.

Суғурталанувчилар – суғурта ҳодисаси юз берганда молиявий зарарларни минималлаштириш мақсадида суғурта компаниялари ва фирмаларидан суғурта хизматларини сотиб олган молия бозоридаги иштирокчилардир. Суғурталанувчилар юридик ва жисмоний шахс кўринишида молия бозорида иштирокчи ҳисобланади.

1.3 § Молия бозорининг жаҳон амалиётидаги ташкилий моделлари

Ҳар бир мамлакат иқтисодиёти, уни тартибга солиш тизими ва трансформаллашув жараёнига нисбатан институционал ёндашувни тўғри ва теран англаб етиш замонавий шароитларда миллий иқтисодиётни хорижий мамлакатлар илғор тажрибалари асосида янада такомиллаштиришга услубий ёндашувда муҳим аҳамият касб этувчи омиллардан биридир. Айниқса, ҳозирги шароитда Республикамиз миллий иқтисодиётида амалга оширилаётган кенг кўламли ислоҳотлар туфайли инвестицион ресурсларга сезилаётган ҳаётий

[1] Муаллифлар томонидан тайёрланган.

эҳтиёжлар шароитида молия бозори институционал асосларини янада такомиллаштиришга зарурат туғилмоқда. Чунки, молия бозори ички ва хорижий потенциал инвесторлар молиявий ресурсларини концентрацияловчи ва уларни иқтисодиётнинг турли тармоқлари учун инвестицион ресурс сифатида трансформацияловчи ҳамда йўналтирувчи қудратли молиявий институтларни ўзида ифодалайди. Ўтган асрнинг 50-йилларидан сўнг қисқа тарихий даврда ривожланган мамлакатлар молия бозорининг шиддатли тараққиёти нафақат молия тизими, балки миллий иқтисодиёт инновацион тараққиётининг бош омили бўлиб хизмат қилганлигини ҳаётий тажриба кўрсатди.

Молия бозорларининг тараққиёти динамикаси унинг сегментлари кесимидаги турли динамик тавсифдаги ривожланиш тенденциясига асосланади. Натижада, ҳозирги кунда шаклланган жаҳоннинг энг йирик молиявий марказларида шаклланган молия бозорлари тизимида молиявий инструментлар бозорининг ривожланишида бир хил тенденция кузатилмайди. Масалан, АҚШда фонд активлари бозорининг юқори даражадаги капиталлашуви кузатилиб, молия бозорларининг аксарият профессионал иштирокчиларининг фаолияти инвестицион фонд шаклидаги бизнес моделига асосланади. Шунга асосланган ҳолда ҳалқаро амалиётда молия бозорларининг бир қатор моделлари эътироф этилади. Молия бозорларининг ўзига хос моделлари, мавжуд капитални (молиявий ресурсларни) потенциал инвестицион ресурсларга трансформациялашдаги институционал бирликларнинг фаоллигига ҳам асосланади.

1.4-расмдан кўришимиз мумкинки, молия тизими институционал таркибининг ортиқча молиявий ресурсларга эга бўлган секторлардан эҳтиёж мавжуд бўлган секторларга ҳаракатланиш каналидаги аҳамиятига кўра 3 асосий модели ажратилади. Ушбу институционал таркибларнинг молиявий ресурсларни ҳаракатланиш каналидаги роли бевосита молия бозорлари билан узвий алоқада бўлади. Иқтисодчи Р.Левиннинг фикрича, молия бозорлари, институтлар ва инструментлар мамлакат иқтисодиётидаги транзакцион харажатларни минималлаштиришда бениҳоя юқори аҳамият касб этишини эътироф этадилар.[1] Уларнинг самарали фаолияти жамғариш нормасига таъсир этиб, иқтисодий агентлар то-

[1] *Levine Ross., Zervis Sara.* Stock Market Banks and Economic Growth // American Economic Review. 1998.

1.4-расм. **Молия тизимининг институционал таркиби.**[1]

монидан инвестицион қарорлар қабул қилишга таъсир этади. Шунга асосланган ҳолда молия бозорларининг шаклланган модели, макромасштабда иқтисодий агентларнинг бизнес этикаси, хулқига (behaviouries) ҳам таъсир этади. Масалан, АҚШ бозорларидаги конъюнктурага фундаментал таҳлил омиллари жиддий таъсир этади.

Иқтисодчи У. Беджхотнинг фикрича, молия бозорларининг тараққиёти иқтисодиётдаги илмий техник тараққиёт, қулай инновацион бизнес муҳитини шаклланиши ва уни реализация қилишнинг муҳим омилларидан бири ҳисобланади. Шунингдек, капиталнинг жамғарилиши ҳисобига барқарор иқтисодий ўсишни таъминлашнинг бош омили ҳисобланади. Молия бозорлари шаклланган моделининг миллий иқтисодиётдаги ролини тадқиқ қилиб, Ж. Ваглер[2], алоҳида мамлакатлар молия тизимида молия бозорларининг қимматли қоғозлар ва кредит бозорлари ҳажмининг ялпи ички маҳсулотидаги алоҳида улуши бўйича тафовутнинг тараққиёт

[1] *Х.Қурбонов, Б.Раҳматуллаев.* Замонавий молия тизими ва ундаги трансформацион жараёнлар. Рисола. – Т.: «Иқтисодчи», 2014. 24-б.

[2] *Demirguec-Kunt Asli, Levine Ross.* Bank-based and Market-Based Financial 6. Systems: Cross-Cultural Comparisons.

қонуниятларига аниқлик киритади. Унинг фикрича, иқтисодиётдаги молиявий ресурсларни тақсимланиш жараёнлари учун молия бозорлари субъектлари биринчидан, инвестициялаш учун тўғри йўлни танлаши муҳим; иккинчидан, улар ушбу мақсадлар учун зарурий рағбатлар ва молиявий манфаатга эга бўлиши даркор. Бу ерда рағбатлар деганда инвесторлар ҳуқуқлари ва уларнинг ҳимоясини назарда тутади. Шунингдек, молия бозорлари ҳар бир сегменти тараққиёти ва молиявий ресурсларни қайта тақсимлаш сифати улар тараққиётининг бош омили эканлигини таъкидлайди.

Жаҳон амалиётида молия бозорларининг бир қатор моделлари шаклланган. Улар қуйидагилардан иборатдир: англо-америка(нобанк), европа(банк) ва аралаш моделлари.

Маълумки, улар қайси мамлакатга оид эканлиги, уни ривожланганлиги даражаси, ундаги жамият томонидан танланган ижтимоий-иқтисодий модел ва мавжуд менталитетга (традицияларга) ҳамда улардаги омилларнинг (ички ва ташқи) таъсири қонуниятлари ва даражаси ҳамда бошқа белгиларга қараб фарқланади. Лекин, моделларнинг барчаси қайси мамлакатда бўлишидан қатъий назар ўзларининг иқтисодиётдаги ва глобаллашув шароитларидаги роли ва функцияларини маълум даражада бажаради.

Маълумки, анъанавий молия бозорлари ва инструментлар тараққиёти ривожланган мамлакатларга хос бўлиб, уларда Англосаксон ва Европа-континентал моделлари шаклланган. Замонавий шароитларда тез суръатларда ривожланаётган мамлакатларда гибрид, яъни англосаксон ва Европа-континентал моделларининг шаклланиб бораётганлигини кўришимиз мумкин. Кейинги йил-

1.5-расм. **Молия бозори моделларининг ташкилий тузилмаси.**[1]

[1] Муаллифлар ишланмаси.

ларда Ислом молияси фундаментал принциплари асосида ривожланиб бораётган ислом молия бозори модели ҳам шиддат билан ривожланиб бормоқда.

Жаҳон молия бозорининг глобал ҳажмида ва операциялар кўлами бўйича Англосаксон ва Европа-континентал модели етакчилик қилаётган бўлса-да, кейинги йилларда гибрид ва ислом молия бозори моделини ўзида ифодаловчи мамлакатларда молия бозорларининг шиддат билан ривожланиб бораётганлигини кўришимиз мумкин (1.2-жадвал).

Ўтиш иқтисодиётига мансуб давлатларда ҳам кўпроқ гибрид моделни кузатиш мумкин. Уларда шаклланган молия бозорлари инфратузилмаси, профессионал ва махсус молия бозори иштирокчилари, макромуҳит ва бошқа омиллар бўйича мукаммал тизимнинг мавжуд эмаслиги натижасида индустриал мамлакатлар моделларига ҳозирча тенглаша олмайди. Қолаверса, тарихий ресторспективада тараққиётнинг ривожланган мамлакатларга нисбатан қисқа даврни талаб қилиши, инвесторларнинг малакаси, тартибга солиш тизими билан боғлиқ циклик тавсифдаги омиллар ҳам бунга таъсир этмоқда.

Давлатларда шаклланган молия бозорларида юқоридаги моделларни соф ҳолатда учратиб бўлмайди. Фақатгина ҳар бир моделга хос хусусиятли жиҳатлар устун мавқега эга бозорларни учратиш мумкин. Демак, ҳаттоки ҳар бир мамлакат миллий ва молия бозори моделларини англосаксон ва континентал моделларга тўлиқ ажратилган ҳолда таснифлаш шартли тавсифга эгадир.

Умуман олганда ҳар қандай мамлакатнинг молия бозори модели унда ташкил топган макро ва микроиқтисодий муҳит, мулкчилик тизими тузилмаси, институтлар, миллий қадриятлар ва бошқа омиллар контекстида шаклланган ва ривожланиб боради.

Молия бозори моделида Англосаксон модели энг етакчи ва ушбу моделга асосланган бозорлардаги операциялар ҳажми ва кўлами энг йирик ҳисобланади. Англосаксон моделига асосланган молия бозорларининг хусусиятли жиҳатлари қуйидаги 1.6.-расмда келтирилган.

Молия бозорининг англосаксон модели асосан АҚШ фонд бозорларига тўғри келиб, Вашингтон консенсуси жаҳон иқтисодий, сиёсий платформасида кучли манипуляция қилиш имкониятига эга мамлакат ҳисобланади. Ушбу модел яна Буюк Британия, Канада каби тараққий этган мамлакатлар молия бозорларига ҳам хосдир (1.6-расм).

1.2-жадвал

МОЛИЯВИЙ БОЗОРЛАР ВА КОРПОРАТИВ МОЛИЯЛАШТИРИШ МОДЕЛЛАРИНИНГ СОЛИШТИРМА ТАҲЛИЛИ[1]

Солиштириш мезонлари	Англосаксон (Фонд бозорларига мўлжалланган)	Континентал (Банк тизими капиталларини жалб қилишга мўлжалланган)
Очиқлик даражаси	Оммавий ривожланиш, IPO, SPO тадбирлари орқали молиялаштиришнинг етакчилиги.	Корпорацияларнинг паст даражадаги оммавийлиги.
Мулкчилик таркиби	Миноритар акциядорлар ўртасида акциядорлик капиталининг юқори даражадаги тақсимланганлиги.	Йирик акциядорлар қўлида юқори даражадаги корпоратив назоратнинг тўланганлиги.
Хусусий/ қарз капиталларидан фойдаланиш	Молиялаштиришнинг хусусий манбаларининг устунлиги (IPO, SPO, фойда, амортизация).	Инвестицион фаолият асосан қарз капиталига (кредитга) мўлжалланган.
Корпоратив бошқарув модели (молиялаштириш ва назорат)	Корпоратив мулчиликнинг кўп сонли миноритар акциядорлар ўртасида тақсимланганлиги.	Мажоритар мулкдорларнинг устунлиги, уларнинг аксарияти банклардан иборатлиги.
Ҳуқуқий анъаналар	Миноритар акциядорларнинг мукаммал ва самарали ҳимоя тизимини шакллантирилганлиги, натижада кенг масштабли ва ликвид бозорининг шаклланганлиги.	Мажоритарлар ҳуқуқларининг самарали ҳимоя тизимини шакллантирилганлиги.
Банк тизими концентрациялашув даражаси	Банк тизимининг нисбатан паст даражадаги концентрациялашуви, инвестицион институтларнинг юқори даражадаги диверсификациялашуви, инвестицион банклар даражасининг юқорилиги.	Банк тизимининг юқори даражадаги концентрациялашуви билан тавсифланади

[1] *Ли Рубен.* Работа мировых рынков: Управление финансовой инфраструктурой. Пер с англ. – М.: «Альпина Паблишер», 2016. 530-б.

1.6-расм. **Молия бозорларининг англосаксон моделидаги хусусиятли жиҳатларининг ташкилий модели.**[1]

Ушбу моделнинг хусусиятли жиҳатларидан яна бири реал секторга инвестициялашнинг асосий молиявий манбаларидан бири фонд бозорлари ҳисобланиб, мавжуд молиявий ресурсларни инвестиция ресурсларига трансформациялаш ва уларни реал секторга инвестициялашда фонд бозорлари етакчи мавқега эгадир. Бозорда муомала мавжуд фаол молиявий инструментлар асосан, облигация ва акциялар ҳамда деривативларга тўғри келади. Хедж фондлари, инвестиция фондлари, рейтинг агентликлари (Standard and Poor's, Moody's, Fitch) каби махсус молиявий институтларнинг юқори фаоллиги кузатилади. Инвестиция фондлари бизнес

[1] *Ли Рубен.* Работа мировых рынков: Управление финансовой инфраструктурой. Пер с англ. – М.: «Альпина Паблишер», 2016. 530-б.

архитектурасига асосланган махсус банкларининг ҳам фаоллиги юқоридир. Англосаксон моделига асосланган бозорларда инвесторларнинг салмоқли қисми асосан спекулятив даромад олишни кўзда тутувчи инвесторларга тўғри келиб, улар корпорацияларнинг назорат пакетига эгалик қилмайди. Эмитент-корпорациялар акциялар пакетида назорат улушига эга бўлмаган чакана инвесторлар ва уларни молиявий манфаатларини ифодаловчи жамоавий инвестициялаш институтларининг (инвестиция фондлари) фаоллиги юқори. Ушбу жамоавий инвестициялаш институтлари (инвестиция фондларининг) акциялар пакетида давлат, йирик корпоратив тузилмалар ёки банкларнинг улуши паст даражадаги инвестицион институтлар ҳисобланади. Яъни, йирик миноритарлар орасида майда инвестор – жисмоний шахслар манфаатларини ифодаловчи кўплаб институционал инвесторлар фаолият олиб борадилар. Бир сўз билан айтганда, мавжуд инвестицион портфеллар юқори даражада диверсификация қилинган. Лекин, таъкидлаш жоизки, бозордаги фаол акцияларнинг юқори улуши жаҳон молия бозорларида англосаксон моделига асосланган бозорлар конъюнктураси фундаментал ва техник таҳлил омилларга сезилувчанлиги юқори даражададир. Молия бозорларининг англосаксон модели ўзининг нисбатан юқори даражадаги очиқлиги ва транспарентлиги билан бошқа моделлардан ажралиб туради. Листингга кириш учун фаолият тўғрисидаги ахборотларни (молиявий ҳисоботлар) автоматик равишда ошкор қилиши ва натижада рейтинг агентликлари томонидан уларнинг кредит қобилияти ва инвестицион жозибадорлигини баҳолашнинг мукаммал тизимига амал қилади. Ушбу моделда амал қилувчи бозорлардаги портфеллар диверсификацияси, мукаммал савдо тизими ва инфратузилма биринчидан, фонд бозорларидаги операциялардан даромад олувчи тадбиркорлик фаолиятининг кенг тараққий этишига таъсир этди. Қолаверса, мавжуд жамғармаларни инвестицияларга юқори даражадаги трансформациялашувини таъминлаш орқали мамлакат иқтисодий тараққиётида фонд бозорларининг аҳамиятини ортишига сабаб бўлмоқда.

Молия бозорининг асосий сегментларидан бири ва юқори даражадаги капиталлашган бозорлардан бири бўлган қимматли қоғозлар бозори юқори ликвидли бозор бўлиши билан бирга ҳалқаро аҳамиятига эга бозорлардан бири ҳисобланади. Шунингдек, кейинги йилларда жами молия бозорлари таркибида реал секторга инвестициялаш

1.7-расм. **Молия бозорларининг континентал моделидаги хусусиятли жиҳатларининг ташкилий модели.**[1]

билан боғлиқ жараёнларда унинг салмоғини ортиб бораётганлигини кўришимиз мумкин. Ушбу бозордаги молиявий инструментларнинг сегментлари таркибида акциялар бозорининг капиталлашуви ва унинг динамик равишда ўсиб бораётганлиги алоҳида аҳамият касб этади. Ушбу бозорларда жамоавий инвестициялаш институтларининг юқори фаоллиги билан уларнинг ресурс базаларини ортиб бориши кузатилмоқда. Тижорат, жағарма ва анъанавий банк хизматларининг ҳамда реал секторни молиялаштиришдаги ролини пасайиб бораётганлик тенденцияси кузатилмоқда.

Умуман хулоса қилиш мумкинки, ушбу моделга хос шаклланган молия бозорларидаги фонд бозорларининг устун мавқеи инвесторлар учун даромад нормасининг бошқа алтернатив

[1] *Ли Рубен.* Работа мировых рынков: Управление финансовой инфраструктурой. Пер с англ. – М.: «Альпина Паблишер», 2016. 530-б.

инвестициялаш манбаларига нисбатан юқорилиги, бозордаги кулай инфратузилма ва бошқа қатор омиллар билан белгиланади.

Молия бозорларининг континентал-европа моделида молиявий воситачилик вазифаларининг асосий қисми тижорат банкларига тўғри келади. Ушбу моделнинг асосий хусусиятли жиҳатлари 1.7-расмда келтирилган.

1.7-расмдан кўришимиз мумкинки, ушбу модел асосидаги молия бозорларида жамоавий инвестициялаш институтларини ўзида ифодаловчи майда инвесторларнинг мулкчилик таркибидаги улуши сезиларли даражада пастдир. Инвесторларнинг асосий салмоғи стратегик аҳамият касб этувчи ва вертикал бошқарув тизими платформасига асосланган инвесторлар ҳисобланади. Мулкчиликнинг таркибида майда инвесторлар ва жамоавий инвестициялаш институтларнинг улуши паст даражададир. Акциядорлик капиталида назорат пакети ва стратегик инвесторларнинг юқори улуши кузатилади. Одатда нисбатан юқори даражадаги давлат секторининг улушини мавжудлиги ва маъмурий усуллардан тартибга солиш жараёнида фойдаланиш кўламига амал қилади.

Очиқ бозорларда компаниялар бозор қийматини максималлаштириш молиявий менежментнинг муҳим мақсади ҳисобланмайди. Балки, маҳсулот ишлаб чиқаришни интенсив ривожлантириш ва сифат жиҳатдан юксалтириш асосий мақсад ҳисобланади. Банклар универсал тавсифга эга бўлиб, бозорда анъанавий банк хизматлари (кредитлар, депозитлар ва ҳисоб-китоблар) воситасидаги фаоллик юқори даражани ташкил қилади. Молия бозори нисбатан паст даражада диверсификацияланган бўлиб, нисбатан паст даражада инновацион характер касб этади. Бунга яққол мисол сифатида Германия ёки Япония молия бозорларини киритишимиз мумкин.

Ўтган асримизнинг 90-йилларида Германияда акциялар бозорини ривожлантиришга алоҳида аҳамият қаратила бошлади. Шунингдек, венчур компаниялари орқали молиялаштириш тизими, молия бозорларининг профессионал иштирокчилари ҳисобланувчи банклар устидан назорат тизимини кучайиши, агентлик низоларини минималлаштириш, қимматли қоғозлар бозоридаги тизимли рискларни бошқариш ва акциядорлар манфаатларини ҳимоялашнинг ташкилий-ҳуқуқий асосларини янада ривожлантирилиши билан боғлиқ ислоҳот тенденциялари кузатила

бошлади. Европа иттифоқига аъзо мамлакатлар молия бозорларини тартибга солишда Германия қонунчилигини адаптация қилиш жараёнлари кузатила бошлади.

Демак, ушбу икки модел асосида шундай хулоса қилиш мумкинки, ҳар иккала етакчи молия бозори моделларининг шаклланиши фақтгина улардаги мавжуд молиявий ресурсларга трансформациялашув тенденциясигагина боғлиқ эмасдир. Балки ушбу моделларни шаклланишига бошқа қатор омиллар: аҳолининг иқтисодий ҳуқл-атвори, маданияти ва анъаналари ҳам таъсир этади. Хусусан, «Англосаксон» ва аксарият адабиётларда «Рейн капитализми» деб номаланувчи Континентал моделлар ҳар қайси модел амал қилувчи мамлакатлардаги жамиятнинг иқтисодий ва ижтимоий тузилиши ҳамда унинг устқурмаси негизидаги синтези натижасида шаклланган. Агар яқин тарихий рестроспективадаги тенденцияга қарайдиган бўлсак, Континентал модел нисбатан консерватив тавсифга эгадир. Чунки, банкларнинг етакчи мавқеи ва улардаги мавжуд анъанавий операцияларнинг молиявий ресурсларни инвестицион ресурсларга трансформациялашувидаги салмоғининг юқорилиги ушбу фикримизнинг тасдиғи ҳисобланади.

Ушбу моделлар ўртасидаги яна бир хусусиятли жиҳат шундан иборатки, уларнинг ҳар бирида бошқаришнинг инсайдерлик ёки аутсайдерлик моделларининг устун мавқега эгалигидадир. Масалан, АҚШда компанияларни бошқаришда аутсайдерлик моделининг устунлигини кўришимиз мумкин. Хусусан, компаниялар бошқарувида де-факто мустақил директорлар гуруҳи иштирок этади. Германияда эса компанияларни бошқаришда инсайдерлик модели устун мавқега эга бўлиб, оператив бошқарув тизимида йирик мажоритар компанияларнинг вакиллари фаол иштирок этади.

Кейинги йилларда жаҳон иқтисодиётидаги глобаллашув жараёнлари «Англосаксон» ва «Континентал» моделларнинг конвергенцияси таъсирида «Аралаш» модел шаклланиб доимий тараққий этиб бормоқда. Бу асосан тез суръатларда ривожланиб бораётган мамлакатларда шаклланган молия бозорларига тўғри келади. Шунингдек, шариат қонун-қоидаларига асосланган ислом молия бозори модели ҳам тез суръатларда ривожланиб бормоқда. Тарихга эътиборни қаратадиган бўлсак, ўтган асримизнинг 70-йилларида аксарият мусулмон мамлакатларида банклар деярли

фаолият олиб бормаган бўлса, ҳозирги кунга келиб жами ислом молиявий активларининг умумий ҳажми жаҳон ялпи ички маҳсулотига нисбатан 1,3 %ни[1] ташкил қилмоқда.

Лекин, кейинги йиллардаги сукукнинг ривожланишига асосий сабаблардан бири Ислом банкларида пассивларнинг ўсиши шароитида ликвидли ислом молиявий активларининг тақчиллиги ҳисобланади. Шунингдек, сукук фондининг ўсишини асосий драйверларидан бири АҚШ инвесторлари томонидан Европа иттифоқидаги паст фоиз ставкалари ва суверен қарзлар билан боғлиқ муаммолар шароитида Осиё молия бозорларида юқори даромад, барқарор ликвидлилик ва минимал рискка асосланган молиявий инструментлар ҳисобига тез ўсиб бораётган молия бозорларига қизиқиш ҳисобланади.

Такафул (takaful) ислом молияси тизимидаги суғурта хизматларининг алоҳида тури бўлиб, кейинги йилларда молиявий тизимида уларнинг кенг ривожланиб бораётганлигини кузатишимиз мумкин.

Ушбу бозорлардаги фаол ўсишга таъсир этувчи асосий омиллардан бири, валюта ва фоиз рискларини хеджирлаш бўйича молиявий инструментларнинг тақчиллиги ҳисобланади. Бунга асосий сабаб шароит қоидалари қисқа муддатли савдо тизимига асосланувчи арбитраж операциялари ва улардан олинадиган даромадларни тақиқлайди. Бундан ташқари Ислом молия тизимини сегментацияси ислом молияси тараққиётининг эгилувчанлиги билан изоҳланади. Шуни таъкидлаш жоизки, ислом молия индустрияси тез суръатларда ривожланиши бир қатор фундаментал шарт-шароитларга боғлиқдир. Ислом молияси, банклар, молия бозорларининг тараққиёти асосан углеводород маҳсулотларини фаол экспорт қилувчи мамлакатларга тўғри келмоқда. Молия бозорларининг тараққиёти асосан маҳаллий нефт ишлаб чиқарувчи компанияларнинг юқори инвестицион жозибадорлиги шароитида хорижий айниқса, ривожланган мамлакатлардаги инвесторлар капиталларини ислом мамлакатларига кучли интервенцияси ушбу мамлакатлар молия бозори тараққиётининг асосини ташкил қилмоқда.

---

[1] *A.T. Kearney.* Foreign Direct Investment Confidence Index® / Research Report, 2017.

Демак, хулоса қилиш мумкинки, ислом молия бозорлари модели ҳам «Англосаксон» ва «Континентал» моделнинг гибриди ҳисобланса-да, «Континентал» моделга хос жиҳатлар кўпроқ сингдирилган. Лекин, уларнинг ҳар иккаласидан фарқ қилувчи жиҳатлари мавжуд.

Молия бозорлари сегментида банкларнинг улуши юқори даражада бўлиб, бу континентлар моделга хос хусусият бўлсада, ғарб мамлакатларидаги банкларнинг стандарт кредит механизми ислом банклари кредит механизмидан фарқ қилади. Сукук облигацияларнинг прототипи ҳисобланса-да, унда фиксирларган даромадларга асосланган фоиз тўлаш тизими амал қилмайди. Умуман ислом молия бозорлари тизимида қатъий фоизга асосланган ва судхўрлик ҳисобига даромад келтирувчи молиявий активлар ва уларнинг инструментларига амал қилмайди. Инвестицион фондларнинг бизнес архитектураси юқоридаги фундаментал қоидаларга асосланган ҳолда ташкил этилган.

Назорат учун саволлар

1. *Молия бозорининг иқтисодиётдаги аҳамияти нималардан иборат?*
2. *Молия бозорининг ривожланиш босқичларини санаб беринг?*
3. *Молия бозорининг турлари?*
4. *Молия бозорининг фаолиятини ҳудудлар бўйича таснифланиши.*
5. *Молия бозорининг қандай моделлари мавжуд?*
6. *Молия бозорларидаги англосаксон моделининг хусусияти нималардан иборат?*
7. *Молия бозорларидаги континентал моделнинг хусусияти нималардан иборат?*
8. *Молия бозори муддати бўйича қандай бозорларга бўлинади?*
9. *Молия бозори ташкил этилиши бўйича қандай бозорларга бўлинади?*
10. *Молия бозори инструментлари бўйича қандай бозорларга бўлинади?*

2-БОБ

МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТРУМЕНТЛАРИ

2.1. Молия бозори инструментлари турлари ва уларнинг тавсифи

Молиявий инструментлар – бу иқтисодий ривожланиш билан боғлиқ бўлган иқтисодий категория бўлиб, қимматли қоғозлар бозори инструментлари билан чегараланмасдан, жуда кенг молиявий фаолиятни ташкил этиш йўли билан амалга ошириладиган инструментлар механизмидир.

Молиявий инструментларнинг доимо ривожланиб бориши, уларнинг янги турларини, хусусиятларини ва мақсадларини пайдо қилиш билан боғлиқ бўлади. Молиявий инструментларнинг асосий хусусиятлари уларнинг тавсифларини таҳлил қилиш асосида кўриб чиқилади.

Хорижлик олимлар молиявий инструментлар таърифини турлича талқин қилади. Роджер Лерой Миллер, Дэвид Д. Ван-Хузларининг ёндашувига кўра, молиявий инструмент пул ва қимматли қоғозлар каби молиявий активлардан иборатдир.[1]

Ф.Фабоццини фикрича, молиявий инструмент номоддий молиявий активларнинг келажакдаги пул оқимларини қийматидир.[2]

Кэрол Александер эса, молиявий инструментларга қуйидагича таъриф беради: молиявий инструмент – сотилган, компаниянинг даромадлари ва активлари учун қонуний даъво қиладиган ҳужжатдир.[3]

Ўзбекистонлик иқтисодчи олим, профессор Ш.Ш.Шоҳаъзамийнинг хулосасига кўра, молиявий инструмент – бу, умуман олганда, монетизациялашган реал базисга эквивалент («эгиз-аналог»)

---

[1] *Р.Л.Миллер.* Современные деньги и банковское дело / Р.Л. Миллер, Д.Д. Ван-Хуз. – Пер. 3-го англ. изд. – М.: «ИНФРА-М», 2000. 116-б.

[2] *Ф.Фабоцци.* Финансовые инструменты/Ф. Фабоцци. – М.: «Эксм», 2010. – 864-б.

[3] *Alexander, C.* Pricing, Hedging and Trading Financial Instruments / C. Alexander. – West Sussex: John Wiley & Sons, 2008. – P. 34.

қийматга ва хоссаларга эга бўлган, махсус иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган, молия бозоридаги муносабатларни белгиловчи, шакллантирувчи ва ривожлантирувчи, молиявий ресурсларни самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишини таъминловчи, муайян ҳолларда маълум шаклларда даромад келтирувчи восита сифатида ҳар хил турларда, шакл ва мазмунларда намоён бўладиган ҳам инвестицион капитал (актив, жамғарма), ҳам тўлов воситаси, ҳам алоҳида молиявий товардир.[1] Молиявий инструментнинг эквивалентлик хоссаси бевосита ва билвосита, реал ва нисбий бўлиши мумкин.

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

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

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

Пул маблағлари молиявий инструментларнинг ҳар қандай турига қўйилиши (йўналтирилиши) мумкин. Барча ҳолатларида

[1] *Ш.Ш.Шоҳаъзамий.* Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т.: ТФИ, 2012. 265-б.

йўналтирилган пул маблағлари вақт мобайнида ўз орттирмасига (ёки зарарига) эга бўлиши, яъни фойда ёки зарар келтириши мумкин.

Демак, молиявий инструментлар ўз бозорида молиявий ресурслар жарғармачилардан (инвесторлардан) истеъмолчиларга томон ва аксинча, йўналишда ҳаракат қилишини таъминловчи восита ҳисобланади. Беларуссия, Қозоғистон, Қирғизистон ва Россия давлатларининг қонун ҳужжатларида молиявий инструментлар термини турлича талқин қилинган (2.1-жадвал).

2.1-жадвал

МДҲ ДАВЛАТЛАРИНИНГ ҚОНУН ҲУЖЖАТЛАРИ АСОСИДА МОЛИЯВИЙ ИНСТРУМЕНТЛАРГА ТАЪРИФИ[1]

Давлатлар	Норматив-ҳуқуқий акт	Таъриф
Беларусь Республикаси	Беларусь Республикасининг 2017 йил 17 июлдаги № 52-З «Инвестиция фондлари тўғрисида»ги қонуни.	Молиявий инструмент – қимматли қоғозлар ва инвестиция фондининг маблағларига киритиладиган бошқа фуқаролик ҳуқуқлари объектлари рўйхатини ваколатли орган белгилашидир.
Қозоғистон Республикаси	Қозоғистон Республикаси Фуқаролик Кодекси (махсус қисми). 2017 йил 27 февралдаги № 49-VI.	Молиявий инструмент – пул, қимматли қоғозлар шу жумладан, ҳосилавий қимматли қоғозлар, ҳосилавий молиявий инструментлар ва бошқа молиявий инструментлар бир вақтнинг ўзида ташкилотдан молиявий актив ва бошқа молиявий мажбурият ва улуш инструменти бўлган битим натижаси ҳисобланади.
Россия Федерацияси	Россия Федерациясининг № 39-ФЗ 2017 йил 18 июлдаги «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонуни	Молиявий инструмент – қимматли қоғозлар ва ҳосилавий молиявий инструментлар ҳисобланади.
Қирғизистон Республикаси	Қирғизистон Республикасининг №251, 2016 йил 16 декабрдаги «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонуни	Молиявий инструмент – қимматли қоғозлар, миллий ва хорижий валютадаги нақд пуллар ва Қирғизистон Республикаси ҳудудида муомалага киритилган бошқа инвестиция активлари ҳисобланади.

[1] Беларуссия, Қозоғистон, Қирғизистон ва Россия давлатларининг қонун ҳужжатлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланган.

Молия бозорида операцияларни корхоналар молиявий инструментларни танлаган ҳолда амалга оширади. Фикримизча, молиявий инструментлар – молия бозорида операцияларни амалга оширадиган валюта қийматига эга бўлган муомаладаги молиявий ҳужжатлардир. Молия бозорида қўлланиладиган инструментлар, сегментлар ва уларнинг турли хил хизмат кўрсатиш бўйича операциялари, ҳозирги босқичда турли хусусиятларга эга бўлиб, улар бир неча белгилар асосида таснифлашни тақазо этади.

Ушбу хусусиятидан келиб чиққан ҳолда молия бозори инструментларининг бир нечта турлари мавжуд.

1. Молия бозори турлари бўйича қуйидаги хизмат кўрсатадиган молиявий инструментларга ажратилади:

- кредит бозорининг инструментлари. Ушбу бозор инструментларига пул бозорида муомаладаги пуллар ва тўлов ҳужжатлари киради;
- фонд бозорининг инструментлари. Мазкур бозорда савдога қўйилган турли хил қимматли қоғозлар (қимматли қоғозларнинг турлари, уларнинг турлари бўйича эмиссия ва муомалага чиқариш хусусиятларига тегишли норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар билан тасдиқланган) киради;
- валюта бозорининг инструментлари. Ушбу бозор инструментларига чет эл валютаси, ҳисоб-китоб валютаси ҳужжатлари шунингдек, мазкур бозорда хизмат кўрсатадиган қимматли қоғозларнинг айрим турлари киради;
- суғурта бозорининг инструментлари. Бунга сотиладиган суғурта хизматлари (суғурта маҳсулотлари), шунингдек, ушбу бозорга хизмат қилувчи ҳисоб-китоб ҳужжатлари ва қимматбаҳо қоғозларнинг айрим турлари киради.
- олтин бозорининг (кумуш, платина) инструментлари. Молиявий захиралар ва фондларни шакллантириш, шунингдек ушбу бозорга хизмат кўрсатувчи ҳисоб-китоб ҳужжатлари ва қимматли қоғозларни шакллантириш мақсадида сотиб олинган қимматбаҳо металларнинг турларини ўз ичига олади.

2. Муомаладаги молиявий инструментларнинг муддатига қараб қуйидаги турлари мавжуд:

- *қисқа муддатли молиявий инструментлар* (бир йилгача бўлган даврда). Бу турдаги молиявий инструментлар жуда

кўп бўлиб, пул бозорида операцияларни амалга оширишга эмиссия қилинади;

- *узоқ муддатли молиявий инструментлар* (бир йиллик муддат билан). Ушбу турдаги молиявий инструментларни «муддатли молиявий инструментлар» деб аташ мумкин. Ушбу турдаги молиявий инструментларнинг якуний муддати белгиланмаган (масалан, акцияларда) ва улар капитал бозоридаги операцияларга хизмат қилади.

3. Молиявий мажбуриятларига кўра молиявий инструментлар қуйидаги турларга бўлинади:

- инструментлар одатда, молиявий битимнинг предмети бўлиб, харидорга топширилганда сотувчи томонидан қўшимча молиявий мажбуриятларга (масалан, валюта қийматлари, олтин ва бошқалар) эга бўлмайди;
- қарз муносабатларидаги молиявий инструментлар. Ушбу инструментлар харидор ва сотувчи ўртасидаги кредит муносабатларини тавсифлайди ва қарздорни белгиланган муддатларда молиявий инструментни номинал қийматини тўлаш мажбуриятини олади ва қарздор молиявий инструментнинг қайта сотиб олинадиган номинал қийматини бир қисми сифатида қўшимча фоиз тўлайди (агар у қарз мажбуриятидаги молиявий инструментларнинг қайта сотиб олинадиган номинал қиймати бўлмаса). Қарз муносабатларидаги молиявий инструментларига облигациялар, векселлар, чеклар ва бошқалар инструментлар киради;
- улушли молиявий инструментлар. Бундай молиявий инструментлар эгаси эмитентнинг устав фондида улушга эга бўлади ва тегишли даромад олиш ҳуқуқини тасдиқлайди (дивидендлар, фоизлар ва бошқалар). Улушли молиявий инструментлар одатда, тегишли турдаги қимматли қоғозлар (акциялар, инвестицион сертификатлар ва бошқалар) қоидаларига мувофиқ бўлади.

4. Молиявий инструментларнинг аҳамиятига кўра қуйидаги турлари мавжуд.

- *бирламчи молиявий инструментлар* (молиявий инструментларнинг бирламчи эмиссияси). Бундай молиявий инструментлар (одатда қимматли қоғозлар) уларнинг асосий эмитент томонидан чиқарилиши билан тавсифланади ва тўғридан-тўғри

мулкий ҳуқуқлар ёки кредит муносабатлари (акциялар, облигациялар, чеклар, векселлар ва бошқалар) ҳисобланади;

- *иккиламчи молиявий инструментлар* (молиявий инструментларнинг иккаламчи олди – сотдиси). Келгусида белгиланган муддатларда иккинчи марта олди-сотди қилинган эмиссияланган қимматли қоғозларни, валютани, товарларни ёки номоддий активларни сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини тасдиқловчи қимматли қоғозларни ифодалайди. Бундай молиявий инструментлар спекулятив молиявий операцияларни ва моливий инстурментларнинг бозор баҳоси билан рискини суғурталаш (хеджирлаш) учун фойдаланилади.

Бирламчи молия инструментларининг ва уларнинг эмиссия қилинган мол-мулкнинг таркибига қараб, дериватив қимматли қоғозлар, валюта, суғурта, товар ва ҳоказоларга бўлинади. Деривативларнинг асосий турлари опционлар, своп, фьючерс ва форвард шартномалари ҳисобланади.

5. Молиявий инструментларнинг даромад даражасига кўра қуйидаги турлари мавжуд:

- *фиксирланган (қатъий) даромадга эга бўлган молиявий инструментлар*. Ушбу молиявий инструментларни молия бозорида фоиз ставкасининг (капитал сармоясининг ставкаси) ўзгаришидан қатъий назар, сотиб олинган ёки уларнинг муомаласи даврида кафолатланган даромад даражаси билан тавсифланади;
- *фиксирланмаган (қатъий бўлмаган) даромадга бўлган молиявий инструментлар*. Мазкур молиявий инструментларни даромадлилик даражаси эмитентнинг молиявий аҳволига (оддий акциялар, инвестицион сертификатлар) ва молия бозори шароитидаги ўзгаришлар (қарз мажбуриятлари бўйича молиявий инструментлар, ўзгартирилган фоизлар ставкаси белгиланган ставкага нисбати, хорижий валютадаги курси ва бошқалар)га боғлиқ бўлади.

6. Молиявий инструментларнинг рисклилик даражасига қараб қуйидаги турлари мавжуд.

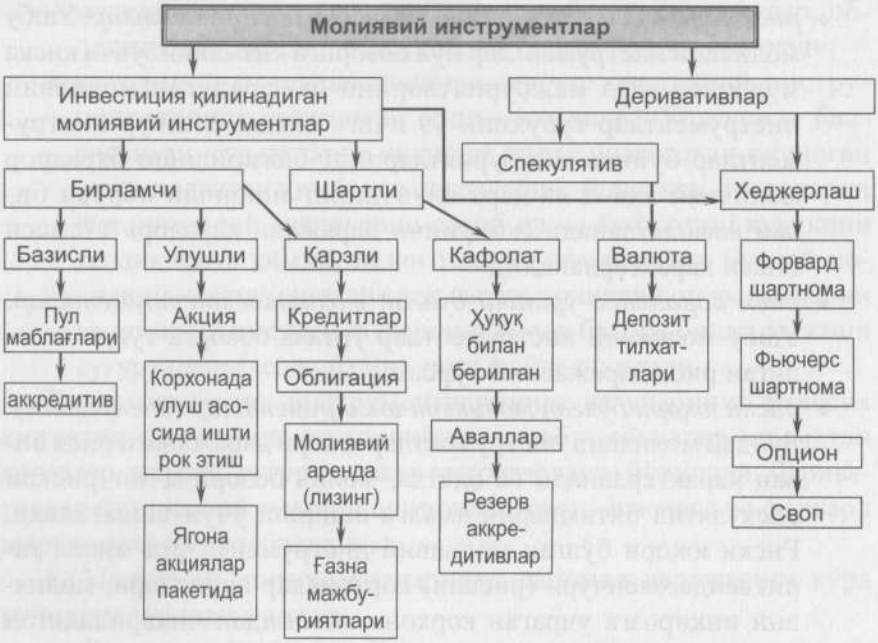
- *рисксиз молиявий инструментлар*. Қисқа муддатли давлат қимматли қоғозлар, энг ишончли банкларнинг қисқа муддатли депозит сертификатлари, қисқа муддатли валюта, олтин ва бошқа қимматбаҳо металлар ҳисобланади;

- *риск даражаси паст бўлган молиявий инструментлар*. Ушбу молиявий инструментлар пул бозорига хизмат қилувчи қисқа муддатли қарз мажбуриятларини бажарадиган молиявий инструментлар гуруҳини ўз ичига олади. Мазкур инструментлар бўйича мажбуриятларнинг бажарилиши барқарор молиявий аҳвол ва қарз олувчининг ишончли обрўси билан кафолатланади («биринчи даражали қарздор» атамаси билан характерланади);
- *риск даражаси ўртача бўлган молиявий инструментлар*. Ушбу молиявий инструментлар ўртача бозорга тўғри келадиган риск даражасини кўрсатади.
- *риски юқори бўлган молиявий инструментлар (спекулятив)*. Бундай молиявий инструментлар юқори даражадаги риск билан характерланади ва одатда, молия бозорида энг рискли спекулятив битимларни амалга ошириш учун ишлатилади. Риски юқори бўлган молиявий инструментларга мисол тариқасида «венчур» (рискли) корхоналар акциялари, молиявий инқирозга учраган корхона томонидан чиқариладиган юқори фоизли облигациялар, опцион ва фьючерс шартномалари киради. Молия бозорида харидорлар ва молиявий ресурсларни сотувчилар ўртасида тўғридан-тўғри алоқаларни ўрнатиш учун молиявий инструментлардан фойдаланилади. Молия бозорини молиявий инструментлари 2.1-расмда ўз аксини топган.

Юқоридаги тасниф молиявий инструментларни энг муҳим умумий хусусиятларга кўра тақсимланишини акс эттиради. Молия бозорининг инструментлари гуруҳларининг ҳар бири ўз навбатида муайян ўзига хос хусусиятларга кўра таснифланади. Молия бозори инструментларининг таснифланиши молиявий инструментларни эмиссияси, сўндириш ва муомаласи хусусиятларини акс эттиради. Шундан келиб чиққан ҳолда ҳар хил молия бозорларида операцияларни амалга оширадиган айрим молиявий инструментларнинг таркиби ва характерини батафсил кўриб чиқамиз.

1. Кредит бозорининг асосий молиявий инструментлари:

- кредитор ва кредит олувчи ўртасидаги кредит муносабатларининг асосий объектини ташкил этадиган пул маблағлари;
- чеклар, банкда (ёки бошқа молия институтида) жорий ҳисобварақ эгасининг буйруғига биноан, унда кўрсатилган пул



2.1-расм. **Молия бозоридаги молиявий инструментлар.**[1]

миқдорини тўлаш ҳақидаги буйруғини ўз ичига олган ёзма шаклдаги пул ҳужжатини тақдим этади.

► аккредитивлар, тижорат банкининг мижоз томонидан сотиб олувчи номидан харидор фойдасига ҳал қилиш учун берган пул мажбуриятини бошқа тижорат банкига ушбу ҳужжатлар бўйича белгиланган тартибда тақдим этади. Аккредитивлар қопланган (депонентланган) ёки қопланмаган турларда очилиши мумкин. Қопланган (депонентланган) аккредитивларни очишда эмитент-банк мижознинг шахсий маблағларини ёки унга берилган кредитни эмитент-банкнинг мажбуриятлари амалда бўлган барча муддатга ижрочи банк ихтиёрига ўтказишга мажбурдир. Қопланмаган аккредитивни очишда эмитент-банк ижрочи банкка унда юритилаётган ҳисоб рақамидан барча аккредитив суммасини ҳисобдан чиқариш ҳуқуқини беради. Банкларда аккредитивлар кўзда тутилмаган

[1] *Н.Д.Шимширт.* Финансовые рынки и институты: учебно-методическое пособие. – Томск: Издательский Дом Томского государственного университета, 2015. 12-б.

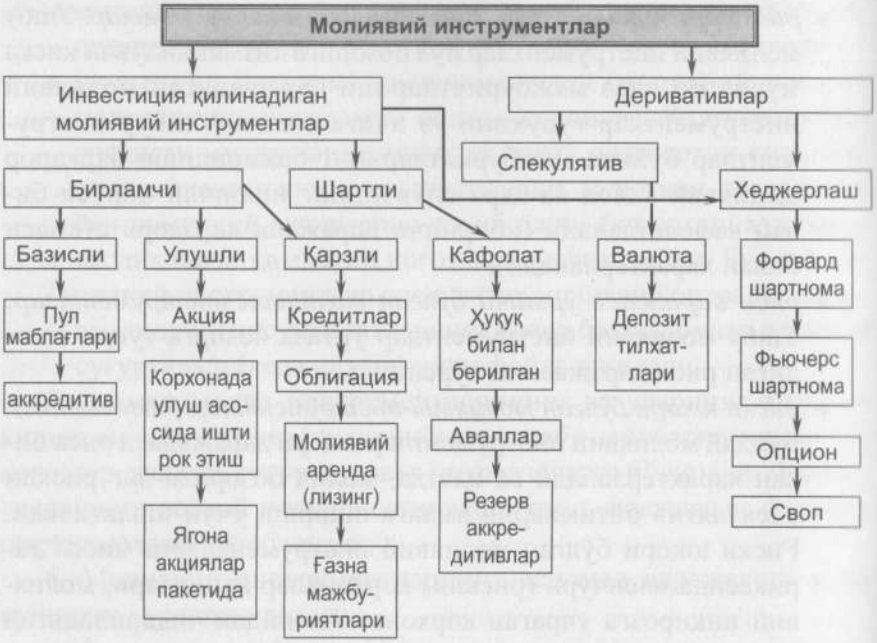
ҳоллар бўйича алоҳида ҳисоб рақамларида ҳисобга олинади. Ҳар бир маблағ олувчи учун унга хизмат кўрсатувчи банкда аккредитивлар бўйича алоҳида депозит счётлар очилади.

Қопланган ва қопланмаган аккредитивлар чақириб олинадиган ва чақириб олинмайдиган бўлиши мумкин. Унинг матнида ушбу белги бўлмаган ҳолатда аккредитив чақириб олинувчи ҳисобланади. Чақириб олинувчи аккредитив эмитент-банк томонидан маблағ олувчи билан олдиндан келишиб олинмасдан ҳам ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин. Аккредитивни чақириб олиш маблағ олувчи олдида эмитент-банк учун қандайдир мажбуриятларни пайдо қилмайди. Тўловчи маблағ олувчига чақириб олинадиган аккредитивнинг шартларини ўзгартириш ёки бекор қилиниши тўғрисидаги барча фармойишларни фақат эмитент–банк орқали бериши мумкин, ушбу банк эса маблағ олувчининг банкига хабар беради, охиргиси эса маблағ олувчига хабар беради. Ижрочи банк, агар аккредитивни ўзгартириш ёки бекор қилиш тўғрисидаги хабарнома олинмаган бўлса чақириб олинувчи аккредитив бўйича тўловларни ва бошқа операцияларни амалга оширишга мажбур.

Маблағ олувчининг розилигисиз, унинг фойдасига очилган чақириб олинмайдиган аккредитив ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин эмас. Ижрочи банк эмитент-банк билан тузилган шартнома асосида чақириб олинмайдиган аккредитивни тасдиқлаши мумкин. Бундай ҳолларда чақириб олинмайдиган аккредитив тасдиқланган аккредитив деб ҳисобланади. Тасдиқланган аккредитивларда ижрочи банк ўзига эмитент-банкнинг аккредитивнинг шартларига мувофиқ тўловни амалга ошириш бўйича мажбуриятларига қўшимча мажбуриятларни қабул қилади. Тасдиқланган аккредитив ижрочи банкнинг розилигисиз ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин эмас.

- векселлар,
- гаров ҳужжатлари. Улар гаров ёки ипотека кўринишида олинган молиявий ёки тижорат кредитини тақдим этадиган қарз мажбуриятини ўз ичига олади. Қарз олувчи кредит шартномасининг шартларини бузган тақдирда, ушбу қарз мажбуриятининг эгаси ўз қарзини қайтариш учун уларни сотиш ҳуқуқига эга ёки унда кўрсатилган мол-мулкни олиши керак.

2. Қимматли қоғозлар бозорининг молиявий инструментлари қуйидагилардан иборат.



2.1-расм. **Молия бозоридаги молиявий инструментлар.**[1]

миқдорини тўлаш ҳақидаги буйруғини ўз ичига олган ёзма шаклдаги пул ҳужжатини тақдим этади.

► аккредитивлар, тижорат банкининг мижоз томонидан сотиб олувчи номидан харидор фойдасига ҳал қилиш учун берган пул мажбуриятини бошқа тижорат банкига ушбу ҳужжатлар бўйича белгиланган тартибда тақдим этади. Аккредитивлар қопланган (депонентланган) ёки қопланмаган турларда очилиши мумкин. Қопланган (депонентланган) аккредитивларни очишда эмитент-банк мижознинг шахсий маблағларини ёки унга берилган кредитни эмитент-банкнинг мажбуриятлари амалда бўлган барча муддатга ижрочи банк ихтиёрига ўтказишга мажбурдир. Қопланмаган аккредитивни очишда эмитент-банк ижрочи банкка унда юритилаётган ҳисоб рақамидан барча аккредитив суммасини ҳисобдан чиқариш ҳуқуқини беради. Банкларда аккредитивлар кўзда тутилмаган

[1] *Н.Д.Шимширт.* Финансовые рынки и институты: учебно-методическое пособие. – Томск: Издательский Дом Томского государственного университета, 2015. 12-б.

ҳоллар бўйича алоҳида ҳисоб рақамларида ҳисобга олинади. Ҳар бир маблағ олувчи учун унга хизмат кўрсатувчи банкда аккредитивлар бўйича алоҳида депозит счётлар очилади.

Қопланган ва қопланмаган аккредитивлар чақириб олинадиган ва чақириб олинмайдиган бўлиши мумкин. Унинг матнида ушбу белги бўлмаган ҳолатда аккредитив чақириб олинувчи ҳисобланади. Чақириб олинувчи аккредитив эмитент-банк томонидан маблағ олувчи билан олдиндан келишиб олинмасдан ҳам ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин. Аккредитивни чақириб олиш маблағ олувчи олдида эмитент-банк учун қандайдир мажбуриятларни пайдо қилмайди. Тўловчи маблағ олувчига чақириб олинадиган аккредитивнинг шартларини ўзгартириш ёки бекор қилиниши тўғрисидаги барча фармойишларни фақат эмитент–банк орқали бериши мумкин, ушбу банк эса маблағ олувчининг банкига хабар беради, охиргиси эса маблағ олувчига хабар беради. Ижрочи банк, агар аккредитивни ўзгартириш ёки бекор қилиш тўғрисидаги хабарнома олинмаган бўлса чақириб олинувчи аккредитив бўйича тўловларни ва бошқа операцияларни амалга оширишга мажбур.

Маблағ олувчининг розилигисиз, унинг фойдасига очилган чақириб олинмайдиган аккредитив ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин эмас. Ижрочи банк эмитент-банк билан тузилган шартнома асосида чақириб олинмайдиган аккредитивни тасдиқлаши мумкин. Бундай ҳолларда чақириб олинмайдиган аккредитив тасдиқланган аккредитив деб ҳисобланади. Тасдиқланган аккредитивларда ижрочи банк ўзига эмитент-банкнинг аккредитивнинг шартларига мувофиқ тўловни амалга ошириш бўйича мажбуриятларига қўшимча мажбуриятларни қабул қилади. Тасдиқланган аккредитив ижрочи банкнинг розилигисиз ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин эмас.

- векселлар,
- гаров ҳужжатлари. Улар гаров ёки ипотека кўринишида олинган молиявий ёки тижорат кредитини тақдим этадиган қарз мажбуриятини ўз ичига олади. Қарз олувчи кредит шартномасининг шартларини бузган тақдирда, ушбу қарз мажбуриятининг эгаси ўз қарзини қайтариш учун уларни сотиш ҳуқуқига эга ёки унда кўрсатилган мол-мулкни олиши керак.

2. Қимматли қоғозлар бозорининг молиявий инструментлари қуйидагилардан иборат.

2.1-расм. **Молия бозоридаги молиявий инструментлар.**[1]

миқдорини тўлаш ҳақидаги буйруғини ўз ичига олган ёзма шаклдаги пул ҳужжатини тақдим этади.

► аккредитивлар, тижорат банкининг мижоз томонидан сотиб олувчи номидан харидор фойдасига ҳал қилиш учун берган пул мажбуриятини бошқа тижорат банкига ушбу ҳужжатлар бўйича белгиланган тартибда тақдим этади. Аккредитивлар қопланган (депонентланган) ёки қопланмаган турларда очилиши мумкин. Қопланган (депонентланган) аккредитивларни очишда эмитент-банк мижознинг шахсий маблағларини ёки унга берилган кредитни эмитент-банкнинг мажбуриятлари амалда бўлган барча муддатга ижрочи банк ихтиёрига ўтказишга мажбурдир. Қопланмаган аккредитивни очишда эмитент-банк ижрочи банкка унда юритилаётган ҳисоб рақамидан барча аккредитив суммасини ҳисобдан чиқариш ҳуқуқини беради. Банкларда аккредитивлар кўзда тутилмаган

[1] *Н.Д.Шимширт.* Финансовые рынки и институты: учебно-методическое пособие. – Томск: Издательский Дом Томского государственного университета, 2015. 12-б.

ҳоллар бўйича алоҳида ҳисоб рақамларида ҳисобга олинади. Ҳар бир маблағ олувчи учун унга хизмат кўрсатувчи банкда аккредитивлар бўйича алоҳида депозит счётлар очилади.

Қопланган ва қопланмаган аккредитивлар чақириб олинадиган ва чақириб олинмайдиган бўлиши мумкин. Унинг матнида ушбу белги бўлмаган ҳолатда аккредитив чақириб олинувчи ҳисобланади. Чақириб олинувчи аккредитив эмитент-банк томонидан маблағ олувчи билан олдиндан келишиб олинмасдан ҳам ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин. Аккредитивни чақириб олиш маблағ олувчи олдида эмитент-банк учун қандайдир мажбуриятларни пайдо қилмайди. Тўловчи маблағ олувчига чақириб олинадиган аккредитивнинг шартларини ўзгартириш ёки бекор қилиниши тўғрисидаги барча фармойишларни фақат эмитент–банк орқали бериши мумкин, ушбу банк эса маблағ олувчининг банкига хабар беради, охиргиси эса маблағ олувчига хабар беради. Ижрочи банк, агар аккредитивни ўзгартириш ёки бекор қилиш тўғрисидаги хабарнома олинмаган бўлса чақириб олинувчи аккредитив бўйича тўловларни ва бошқа операцияларни амалга оширишга мажбур.

Маблағ олувчининг розилигисиз, унинг фойдасига очилган чақириб олинмайдиган аккредитив ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин эмас. Ижрочи банк эмитент-банк билан тузилган шартнома асосида чақириб олинмайдиган аккредитивни тасдиқлаши мумкин. Бундай ҳолларда чақириб олинмайдиган аккредитив тасдиқланган аккредитив деб ҳисобланади. Тасдиқланган аккредитивларда ижрочи банк ўзига эмитент-банкнинг аккредитивнинг шартларига мувофиқ тўловни амалга ошириш бўйича мажбуриятларига қўшимча мажбуриятларни қабул қилади. Тасдиқланган аккредитив ижрочи банкнинг розилигисиз ўзгартирилиши ёки бекор қилиниши мумкин эмас.

- векселлар,
- гаров ҳужжатлари. Улар гаров ёки ипотека кўринишида олинган молиявий ёки тижорат кредитини тақдим этадиган қарз мажбуриятини ўз ичига олади. Қарз олувчи кредит шартномасининг шартларини бузган тақдирда, ушбу қарз мажбуриятининг эгаси ўз қарзини қайтариш учун уларни сотиш ҳуқуқига эга ёки унда кўрсатилган мол-мулкни олиши керак.

2. Қимматли қоғозлар бозорининг молиявий инструментлари қуйидагилардан иборат.

– акция;
– облигация;
– депозит сертификатлари;
– деривативлар;
– инвестиция сертификати;
– ғазна мажбуриятлари.

3. Валюта бозорини асосий молиявий инструментлари қуйидагилардан иборат.

- валюта бозорида молиявий битимлар асосий объектини ташкил этувчи валюта активлари;
- ташқи савдо билан шуғулланадиган корхоналар учун ҳисобкитобларда ишлатиладиган ҳужжатли валюта аккредитиви (ушбу ҳужжатга мувофиқ тўловлар банк томонидан талаб қилинадиган тижорат ҳужжатлари билан таъминланади: ҳисобварақлар, транспорт ва суғурта ҳужжатлари, сифат сертификатлари ва бошқалар);
- банк томонидан хорижий корреспондентга берадиган ҳисобкитоб ҳужжатини ифодаловчи валюта банки ҳисоб рақами;
- валютадаги тузилган форвард шартномалар;
- валютадаги тузилган опцион шартномалар.

4. Суғурта бозорининг асосий молиявий инструментлари қуйидагилардан иборат:

- Суғурта полиси, суғурта бозорида мижозлар билан молиявий битимларнинг асосий объектини ташкил этувчи суғурта хизматлари (суғурта маҳсулотлари) нинг муайян турлари бўйича шартномалардир. Мазкур шартномалар суғурта компаниясининг суғурталовчига топширган «суғурта полиси» махсус гувоҳнома шаклида берилади.
- суғурта компаниялари ўртасида молиявий муносабатларни шакллантиришда фойдаланиладиган қайта суғурта шартномалари.

5. Олтин бозорини асосий молиявий инструментлари қуйидагилардан иборат.

- Олтин молиявий актив сифатида бўлиб, олтин бозорида молиявий битимларни асосий объекти бўлади.
- Қимматбаҳо металлар билан тузилган деривати шартномалар (опцион, фьючерс ва форвардалар шартномалари)

2.2. Улушли қимматли қоғозлар ва акциядорлик жамияти фаолиятининг ўзига хос хусусиятлари

2015 йил 3 июнда қабул қилинган Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонуни 3-моддасига мувофиқ «қимматли қоғозлар – ҳужжатлар бўлиб, улар мазкур ҳужжатларни чиқарган юридик шахс билан уларнинг эгаси ўртасидаги мулкий ҳуқуқларни ёки қарз муносабатларини тасдиқлайди, дивидендлар ёки фоизлар тарзида даромад тўлашни ҳамда ушбу ҳужжатлардан келиб чиқадиган ҳуқуқларни бошқа шахсларга ўтказиш имкониятини назарда тутади». Юқорида қайд этилган қонунга кўра, қимматли қоғозларга акциялар, облигациялар, хазина мажбуриятлари, депозит сертификатлари, векселлар, инфратузилма облигациялари, депозитар тилхатлар, шунингдек ҳосила қимматли қоғозлар киради.

«Қимматли қоғозлар» атамаси рус тилидан ўтган асрда жой олди. У немис тилидан кириб келди, немис тилида шунга ўхшаш атама «Wertrecht» бўлиб, унинг айнан таржимаси «қимматли ҳуқуқ» деган маънони англатади. Инглиз тилида рус ва немис тилларидан фарқли ўлароқ «қимматли қоғозлар» (securities) атамаси бевосита «қоғоз» қўшимчасига эга эмас. Боз устига, «акция» (share) сўзи «улуш» деб таржима қилинади, яъни «қоғоз» сўзисиз ишлатилади.

Қимматли қоғозлар – бу ҳужжат (бланкали) шаклида ёки ихтисослаштирилган ташкилотлар (депозитарийлар)даги ҳисобрақамлардаги ёзувлар кўринишида алоҳида усул билан тасдиқланадиган, хўжалик юритувчи субъектлар томонидан қарз ёки акциядорлик капитали шаклидаги маблағларни жалб қилиш, қайта тақсимлаш ва қайтариб тўлаш соҳасидаги мулкий ҳамда у билан боғлиқ номулкий ҳуқуқлардир.

Ўзбекистон Республикасининг 2015 йил 3 июндаги «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонуни қуйидаги қимматли қоғозларга амал қилади:

– акция;
– облигация;
– корпоратив облигациялар;
– инфратузилма облигациялари;
– депозит сертификати;
– депозитар тилхатлар;
– вексель.

Акция (французча «*action*» сўзидан) – бу акциядорлик жамиятининг устав фондига муайян ҳисса қўшганлигидан гувоҳлик берувчи, унинг эгасига фойданинг бир қисмини олиш ва одатда, ушбу акциядорлик жамиятини бошқаришда иштирок этиш ҳуқуқини берувчи қимматли қоғоздир. Акция ўзининг фақат унга тегишли сифатлари билан ҳар хил турдаги қимматли қоғозлар ичида алоҳида ўрин тутади.

Энг аввало, бу – амал қилиш муддати белгиланмаган қимматли қоғоз бўлиб, у уни чиқарган акциядорлик жамияти амал қилиб турган вақт мобайнида муомалада бўлиши мумкин. Акция эгаси акциядорлик жамияти тугатилган ҳолларда унинг мол-мулкини тақсимлашда иштирок этиш ҳуқуқига эга.

Акциялар бўйича олинган даромадлар дивиденд деб номланади. Дивиденд одатда, акциядорлик жамиятининг фойдасига боғлиқ бўлади. Агар компания ҳисобот йили натижаларига кўра катта фойдага эга бўлса, унда катта миқдордаги дивиденд тўлаш имконияти бўлади ёки аксинча. Агар фойда мутлақо бўлмаса, дивиденд тўламаслиги мумкин. Бироқ, умумий қоидалардан истисно ҳоллар ҳам мавжуд.

Одатда, кредит қуроли бўлган ва кредит муносабатларини ўзида акс эттирган бошқа қимматли қоғозлар турлари (облигациялар, хазина мажбуриятлари, депозит сертификатлари, векселлар) дан фарқли ўлароқ, акция мулкий муносабатларини тартибга солувчи воситадир. Унинг эгаси компания акциядорларининг умумий йиғилишида у ёки бу қарорга ўз овозини берган ҳолда акциядорлик жамиятини бошқаришда иштирок этиш ҳуқуқига эга.

Акцияда кўрсатилган пул суммаси номинал қиймат деб номланади. Акция сармоядорга биринчи марта сотилганидан кейин бу қиймат акциянинг фонд бозоридаги кейинги ҳаракати учун ҳеч қандай жиддий аҳамиятга эга эмас ва ўсиш сармояси ҳажми тавсифланган ҳолда ахборот хусусиятига эга бўлади.

Кўпчилик айниқса, акциядорлик мулки устун турадиган (АҚШ) мамлакатларда акциялар уларда номинал қиймат кўрсатилмаган ҳолда чиқарилади. Унда компания устав сармояси муайян улуш миқдорига бўлинганлиги кўрсатилади. Айрим иқтисодчилар умуман акцияга харидор қанча пул тўлашга тайёр бўлса, унинг нархини шунча, деб ҳисоблашади. Бироқ, аксарият мамлакатларнинг акцияларида номинал қиймат барибир кўрсатилади.

Акцияларга номинал қийматнинг белгиланиши фонд бозори эндигина ривожланиб бораётган Ўзбекистон учун ҳам ўз аҳамиятини сақлаб қолган. Бу, биринчидан, номинал қиймат қимматли қоғоз эгасига айнан руҳий таъсир кўрсатади ва унга оддийгина мавҳум мажбурият эмас, балки маълум бир миқдордаги мулкий унвон, деб ҳисоблашга асос беради. Бундан ташқари, чиқарилган акцияларнинг номинал қийматидан акциядорлик жамиятининг устав сармояси вужудга келади.

Турли мамлакатларда акцияларнинг энг кам (минимал) номинал қийматлари турлича белгиланган. 2014 йил 10 апрелдаги Ўзбекистон Республикасини «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида» ги қонунинг 22-моддасига мувофиқ акцияларнинг номинал қиймати беш минг сўмдан ортиқ бўлиши мумкин эмас.

Акциянинг бозорда сотиладиган нархи акция курси, деб номланади. Бу акциялар баҳосининг асосий шаклидир. Ушбу нарх акциянинг реал қийматини белгилаб беради. Акциялар курси акция бўйича олинадиган дивидендга бевосита боғлиқ бўлса, ссуда фоизининг меъёрига нисбатан тескари муносабатда бўлади.

Акциялар курси – бу капиталлаштирилган дивиденд бўлиб, у пул сармояси суммасига тенглаштирилади, ушбу капитал банкка қўйилган ёки қарзга берилган ҳолда акция бўйича олинадиган дивидендга тенг миқдорда даромад келтиради. Курс баҳосига, дивиденд ва қарз меъёридан ташқари бошқа омиллар ҳам таъсир кўрсатади, бу ҳақда кейинроқ сўз юритилади.

Ўзбекистон ҳудудида чиқариладиган акциялар қуйидаги турларга бўлинади:

1. Очиқ акциядорлик жамиятларининг акциялари, улар очиқчасига муомалага чиқарилади ва кейинчалик бошқа акциядорларнинг розилигисиз қўлдан қўлга ўтиши мумкин ҳамда ёпиқ акциядорлик жамиятларининг акциялари, булар бирламчи жойлаштирилишда олдиндан ажратиб олинган сармоядорлар ўртасида тақсимланади ва фақат компания умумий йиғилишининг розилиги билан қўлдан қўлга ўтиши мумкин.

2. Эгасининг номи ёзилган ва кўрсатувчи эгалик қиладиган акциялар. Эгасининг номи ёзилган акцияларда улар эгасининг фамилияси мажбурий тарзда кўрсатилиши шарт, агар уларнинг эгаси юридик шахс бўлса, ташкилотнинг номи кўрсатилади. Кўрсатувчи

эгалик қиладиган акцияларда улар эгасининг номи кўрсатилмайди. Бу ушбу акцияларнинг фонд бозорида муомалада бўлиш хусусияти билан изоҳланади. Акциядорлик жамиятида бир вақтнинг ўзида эгасининг номи ёзилган ва кўрсатувчи эгалик қиладиган акцияларни чиқариши мумкин. Ўзбекистонда кўпчилик акциялар эгасининг номи ёзилган шаклда чиқарилади.

3. Оддий ва имтиёзли акциялар. Оддий акция акциядорлар йиғилишида овоз бериш ҳуқуқини беради, акция бўйича олинадиган дивиденд миқдори эса, акциядорлик жамиятининг йил давомидаги ишининг натижасига боғлиқ ва бошқа ҳеч нарса билан кафолатланмаган. Бундай акцияларнинг эгалари бошқа қимматли қоғозларнинг эгаларига қараганда катта таваккалчилик қилиши боис, улар бўйича кўзда тутиладиган дивидендлар жуда юқори даражада бўлади.

Имтиёзли акцияларнинг эгалари бўлган акциядорлар, агар қонунда ва жамият уставида бошқача қоида белгиланмаган бўлса, акциядорларнинг умумий йиғилишида овоз бериш ҳуқуқига эга эмас. Жамият тугатилаётганда имтиёзли акциялар бўйича тўланадиган дивиденднинг миқдори ва (ёки) қиймат (тугатилиш қиймати) жамият уставида белгилаб қўйилиши лозим. Имтиёзли акциялар бўйича дивиденднинг миқдори ва тугатилиш қиймати қатъий пул суммасида ёки имтиёзли акцияларнинг номинал қийматига нисбатан фоизларда белгиланади. Агар имтиёзли акциялар бўйича дивиденд миқдори ва тугатилиш қийматини белгилаш тартиби жамият уставида кўрсатилган бўлса ҳам имтиёзли акциялар бўйича дивиденднинг миқдори ва тугатилиш қиймати белгиланган деб ҳисобланади.

Жамият уставида имтиёзли акциялар бўйича тўланмаган ёки тўлиқ тўланмаган, миқдори уставда аниқланган дивиденднинг жамғариб борилиши ва кейинчалик тўланиши белгилаб қўйилиши мумкин. Имтиёзли акцияларнинг эгалари бўлган акциядорлар, акциядорларнинг умумий йиғилишида акциядорлик жамиятини қайта ташкил этиш ва тугатиш тўғрисидаги масалалар ҳал этилаётганда овоз бериш ҳуқуқи билан иштирок этади.

Имтиёзли акцияларнинг эгалари бўлган акциядорлар акциядорларнинг умумий йиғилишида жамият уставига имтиёзли акцияларнинг эгалари бўлган акциядорларнинг ҳуқуқларини чек-

лайдиган ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисидаги масалалар, шу жумладан аввалги навбатдаги имтиёзли акциялар бўйича тўланадиган дивиденднинг миқдорини белгилаш ёки кўпайтириш ва (ёки) тугатилиш қийматини белгилаш ёки кўпайтириш масалалари шунингдек, имтиёзли акцияларнинг эгалари бўлган акциядорларга дивиденд ва (ёки) бу акцияларнинг тугатилиш қийматини тўлаш навбати бўйича имтиёзлар бериш ҳоллари ҳал этилаётганида овоз бериш ҳуқуқини олади.

Имтиёзли акцияларнинг эгалари бўлган акциядорлар, акциядорларнинг умумий йиғилиши ваколат доирасига кирадиган масалалар бўйича овоз бериш ҳуқуқи билан акциядорларнинг умумий йиғилишида иштирок этиш ҳуқуқига имтиёзли акциялар бўйича дивидендлар тўлаш тўғрисида қарор қабул қилинмаган ёки дивидендларни тўлиқ тўламаслик тўғрисида қарор қабул қилинган акциядорларнинг йиллик умумий йиғилишидан кейинги йиғилишдан бошлаб эга бўлади.

Имтиёзли акцияларнинг эгалари бўлган акциядорлар акциядорларнинг умумий йиғилишида иштирок этиш ҳуқуқи мазкур акциялар бўйича дивидендлар биринчи марта тўлиқ миқдорда тўланган пайтдан эътиборан бекор қилинади.

Фонд биржасида муомалада бўлиш хусусиятига кўра «рўйхатга олинган» ва «рўйхатга олинмаган» акциялар мавжуд. Дастлабкилари – бу биржада муомалага чиқарилган акциялардир. Кейингилари эса – фақат қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозорларида мавжуд бўлган акцияларга бўлинади.

Эмитент томонидан чиқарилиши хусусиятига кўра, обуна акциялари мавжуд (уларнинг жойлаштирилиши учун дистрибьютер фирма томонидан кафолатлар берилган). Улар тўлиқ ёки бир вақтда тўланадиган ва қисмларга бўлиб тўланадиган турларга бўлинади.

Муомала хусусиятига кўра «муомаладаги акциялар», яъни эмитентнинг қимматли қоғозлар бозорида доимий равишда муомалада бўлувчи акциялари ҳисобланади.

«Фаол» деб номланувчи акцияларнинг алоҳида тоифаси мавжуд. Бу биржаларда доимий равишда катта миқдорда муомалада бўладиган акциялардир. Мазкур акциялар улар учун махсус индекслар белгиланиши чоғида бозордаги вазиятнинг индикатори ҳисобланади.

«Қайта баҳоланиш ҳуқуқига эга бўлган» акциянинг эгасидан қўшимча бадални талаб қилиш ҳуқуқини беради. Аксарият ҳолларда бундай акциялар инфляция шароитларида чиқарилади.

«Кафолатланган акциялар» – кафолатланган дивидендларни олиш ҳуқуқини беради.

«Винкулирланган акциялар» – ушбу акцияларнинг эгаси уларни акциядорлик жамияти органининг рухсатисиз сотиши мумкин эмас.

Имтиёзли (преференциал) акциялар алоҳида ўрин тутади, уларнинг ҳар хил турлари мавжуд.

Масалан, чақириб олинишга эга бўлган (чақириб олинадиган) имтиёзли акциялар – мазкур акциялар эмитентга уларнинг эгасидан олдин хабар қилинган ҳолда сотиб олиш ҳуқуқини беради.

«Олтин акция» – бу унинг эгасига (устав фондига қўшган улушидан қатъий назар) маълум бир вақт мобайнида компанияни бошқариш ҳуқуқини беради. «Олтин акция» давлатнинг айрим жамиятларни бошқаришда иштирок этишига доир махсус ҳуқуқи бўлиб, у стратегик аҳамиятга эга бўлган давлат корхоналари хусусийлаштирилаётганда ёки жамиятларнинг давлат акция пакетлари хусусий мулк этиб реализация қилинаётганда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг қарорига асосан жорий этилади ва мамлакатнинг иқтисодий манфаатлари ҳимоя қилинишини таъминлайди.

«Олтин акция» қийматга эга бўлмайди, бошқа шахсга ўтказилмайди ҳамда гаровга берилмайди, жамият устав фондининг (устав капиталининг) миқдорини белгилашда ва дивидендларни ҳисоблашда инобатга олинмайди.

«Олтин акция» акциядорлик жамиятининг устав фондида (устав капиталида) давлат улуши мавжуд бўлмаган ёки бу улуш жамият устав фондининг (устав капиталининг) йигирма беш фоиздан ошмайдиган жамиятларда жорий этилиши мумкин. Давлатнинг «олтин акция» дан фойдаланиш тартиби Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан белгиланади.

«Олтин акция» акциядорлик жамиятининг кузатув кенгаши таркибига давлат вакилини (бундан буён матнда давлат вакили деб юритилади) тайинлаш воситасида реализация қилинади. Давлат вакили жамият акциядорларининг умумий йиғилишида ва кузатув

кенгаши мажлисларида кўрсатилган масалаларга оид қарорларга вето қўйиш ҳуқуқи билан мажбурий тартибда иштирок этади. Вето қўйиш ушбу қарорлар қабул қилинган куни ёзма шаклда амалга оширилади

«Кумулятив» акциялар. Уларни чиқариш шартларида, одатда, ушбу акциялар бўйича тўланиши лозим бўлган, лекин тўланмаган дивидендларнинг жамғариб борилиши ва эмитентнинг молиявий аҳволи яхшиланиб, дивидендларни тўлаш имконияти пайдо бўлган вақтда тўланиши назарда тутилади.

«Плюрал» – кўп овозли акциялар. Мазкур қимматли қоғозлар Германияда кенг қўлланилди. Улар миллатчи «ҳукмрон доира» га кенг ҳуқуқлар ва аниқ тарзда амалга оширилган инвестициялардан қатъий назар, саноатнинг етакчи тармоқларини ўз назорати остида ушлаб туриш имкониятини берарди.

«Ретректив» акциялар – бу ўз эгасига уларни сўндириш учун компанияга тақдим этиш ҳуқуқини берувчи акциялардир. Сўндириш шартлари, муддатлари тўғрисида бундай қимматли қоғозларнинг бирламчи эмиссияси вақтида келишиб олинади.

«Айирбошланадиган» акциялар – уларни олдиндан келишилган нархлар бўйича муайян бир вақт оралиғида бошқа акцияларга (одатда, оддий акцияларга) алмаштириш мумкин.

«Курси ўзгариб турувчи акциялар». Ушбу акциялар бўйича дивиденд тўловлари фоизининг ўзгариши даражасига қараб ўзгариб туради. Агар фоиз ўсса, акциялар бўйича тўловлар ҳам ўсади ва аксинча.

«Ордерли акциялар» – улар ўз эгаларига оддий акцияларнинг маълум бир миқдорини харид қилиш ва бу билан бутун эмиссиянинг ликвидлигини ошириш ҳуқуқини беради.

Ўзбекистон қонунчилигида акцияларнинг ҳар хил турлари – оддий ва имтиёзли, эгасининг номи ёзилган ва «кўрсатувчи эгалик қиладиган», шунингдек, кумулятив акцияларнинг таърифини учратиш мумкин. Бироқ, юқорида қайд этилган акцияларнинг бошқа турлари амалда бўлиш ҳуқуқига эга эмаслигини англатмайди. Уларни чиқариш, муомалада бўлиши ва сўндириш шартлари, шунингдек, алоҳида ўзига хос хусусиятлари акциядорлик жамиятининг ташкил этилишида унинг таъсис ҳужжатларида кўрсатилиши мумкин.

2.3. Қарз муносабатларини ифодаловчи қимматли қоғозлар ва уларнинг турлари

Ўзбекистон Республикасининг 2014 йил 10 апрелдаги «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонунига асосан қарз муносабатларини ифодаловчи қимматли қоғозларга қуйидагилар киради:

1. Облигациялар;
2. Хазина мажбуриятлари;
3. Депозит сертификатлари;
4. Векселлар.

Облигация (лотинча «*obligatio*» сўзидан, мажбурият) – бу унинг эгаси қарз берганлигидан гувоҳлик берувчи ва ушбу қимматли қоғознинг номинал қийматини унда кўрсатилган муддатда белгиланган (қатъий) фоиз тўланган ҳолда қоплаш мажбуриятини тасдиқловчи қимматли қоғоздир.

Облигация – эмиссиявий қимматли қоғоз бўлиб, у облигацияни сақловчининг облигациянинг номинал қийматини ёки бошқа мулкий эквивалентини облигацияни чиқарган шахсдан облигацияда назарда тутилган муддатда олишга, облигациянинг номинал қийматидан қатъий белгиланган фоизни олишга бўлган ҳуқуқини ёхуд бошқа мулкий ҳуқуқларини тасдиқлайди.

Акциядан фарқли равишда облигация эмитентнинг мол-мулкига нисбатан мулк унвони ҳисобланмайди, у овоз бериш ва бошқариш ҳуқуқини бермайди. Облигация – бу бир шахснинг (сармоядор-кредиторнинг) бошқа бир шахсга (эмитент-қарздорга) маблағларни вақтинчалик фойдаланиш учун берганлиги (кредит) ҳақидаги гувоҳномадир. Облигациялар маълум муддатга чиқарилади ва сўндирилиши шарт. Эмитентнинг фаолияти тугатилган вақтда уларнинг эгалари қимматли қоғозлар бошқа турларининг эгаларига қараганда анъанавий тарзда устунликка эга бўлади.

Эмитентнинг хусусиятига кўра, облигациялар қуйидаги учта катта гуруҳга бўлинади: давлат облигациялари, муниципал облигациялар, корхоналар облигациялари.

Давлат облигациялари

Одатда бу «кўрсатувчи эгалик қиладиган» қимматли қоғозлардир. Улар монополистик капитализмгача бўлган даврда пайдо бўлди. Облигациялар ўзида кредит муносабатларини акс эттиради, бунда давлат қарздор, аҳоли ёки корхона ва ташкилотлар кредитор сифатида иштирок этади (давлат кредити).

Бугунги кунда давлат облигациялари облигацияларнинг энг кенг тарқалган тури ҳисобланади. Давлат облигациялари эмиссиясини ҳукумат, аксарият ҳолларда, давлат бюджети тақчиллигини қоплаш мақсадида амалга оширади. Бевосита давлат облигациялари операциялари билан кредит муассасалари шуғулланади. Фоизларни тўлаш манбаси давлат хазинасига корхоналардан солиқ кўринишида келиб тушадиган, амалга оширилган қўшимча қийматдир.

Давлат облигациялари, одатда, мамлакатнинг мол-мулки, бойлиги билан кафолатланган ва шунинг учун ҳам инвестиция активларининг энг ишончли тури ҳисобланади. Давлат облигациялари бўйича олинган даромадлар солиққа тортилмайди. Шунинг учун улар бўйича фоиз ставкалари корпорацияларнинг энг биринчи даражали облигациялари бўйича тўланадиган фоиз ставкаларига қараганда паст бўлади. Бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда жами давлат қарзининг катта қисмини айнан турли вақтларда чиқарилган облигациялар ташкил этади.

Давлат қимматли қоғозлари билан турли операциялар қилиш, масалан, уларни кредит тизими иштирокида очиқ бозорда сотиб олиш ёки сотиш ёрдамида кўпчилик замонавий капиталистик давлатлар иқтисодиётини пул кредит жиҳатдан тартибга солишга эришилади. Аҳоли ҳамда корхоналар учун давлат мажбуриятларини харид қилиш ўз омонатлари ва жамғармаларини нисбатан ишончли сақлаш шакли ҳисобланади. Бу қандайдир даражада ўзини инфляция жараёнлари таъсиридан чегаралаш имконини беради.

Муниципал облигациялар (маҳаллий заёмлар облигациялари)

Бундай облигацияларнинг эмитентлари сифатида Ўзбекистон Республикасининг миллий-давлат ва маъмурий - ҳудудий тузилмаларининг ҳокимият идоралари қатнашиши мумкин. Облигацияларни чиқариш тўғрисидаги қарор давлат ҳокимиятининг маҳаллий идоралари: Қорақалпоғистон Республикаси Вазирлар Кенгаши, вилоятлар, шаҳарлар, туманлар ҳокимиятлари томонидан қабул қилинади.

Муниципал облигацияларни чиқаришнинг энг асосий масалаларидан бири – бу уларни таъминлаш масаласидир. Шунга кўра улар қопланишнинг қуйидаги асосий манбалари билан чиқарилиши мумкин.

Қарзларни тўлаш тўғрисидаги умумий мажбурият замирида. Бундай облигациялар бўйича мажбуриятларнинг бажарилиши ҳокимият идорасининг облигацияларнинг кейинги сўндирилиши ва улар бўйича фоизлар тўланиши учун маҳаллий бюджетнинг қандайдир аниқ манбаларини бириктирмасдан солиқлар, божлар, ижара тўловлари ва бошқа тўловларни ундиришга қодирлиги билан таъминланади.

Солиқ қудрати чегараланган қоплашнинг умумий мажбурияти замирида. Ушбу ҳолатда давлат ҳокимияти идоралари маҳаллий бюджетга тушумларнинг қайси бир тури ҳисобига келажакда облигациялар эгалари олдидаги мажбуриятларнинг бажарилиши таъминланишини белгилайди.

Мақсадли тушумлар замирида. Облигацияларни чиқариш шартларида аниқ лойиҳа кўрсатилади, уни амалга оширишга қимматли қоғозларнинг харидорларидан олинган маблағлар йўналтирилади ва у облигацияларнинг эгалари олдидаги мажбуриятларнинг бажарилиши учун маълум даромадлар келтириши лозим. Бу муниципал мулк объектлари (аэропортлар, вокзаллар, бунда терминалдан фойдаланганлик учун тўлов сўндириш манбаси ҳисобланади), маҳаллий электр станциялари, газ ўтказгичлар, сув ўгказгичлар, йўлларнинг қурилиши (тўлов манбаси кўрсатилган хизматлар ва фойдаланиш ҳуқуқи учун муайян истеъмолчилар томонидан тўланган тўловлар), касалхоналар, истироҳат боғлари, ўйингоҳлар, муниципалитет (ҳокимият)нинг бошқа тўловли жамоат объектларининг қурилиши бўлиши мумкин.

Бундай қимматли қоғозларни чиқариш шартларида келадиган даромадларнинг қайси қисми облигациялар эгалари олдидаги мажбуриятларни сўндиришга ва қайси бири – даромадлар келтираётган объектдан фойдаланишнинг жорий харажатларини қоплашга ҳамда муниципалитетга йўналтирилиши ҳақида келишиб олинади.

Бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда муниципал облигациялар, одатда, банклар, нуфузли фирмалар кафолати остида чиқарилади ва биринчи даражали акциялар даражасида баҳоланади. Улар жуда оммабоп бўлиб, энг фойдали инвестиция активларидан бири ҳисобланади.

Корхоналар облигациялари

Корхоналар облигациялари тижорат кредити ва муносабатларининг асосий қуроли бўлиб, унда бир турдаги корхоналар қарздорлар, бошқа корхоналар ёки аҳоли эса, кредиторлар бўлишади.

Корхоналар облигациялари саноат корхоналарини кредитлаш жараёнларида, яъни банклар берилган кредитларга қарши улардан янада майда суммаларга бўлинган қарз мажбуриятлари (облигациялар)ни олган вақтларда пайдо бўлди. Корпоратив облигациялари ўрнига бериладиган бундай кредит кўпинча банк кредитининг бошқа турларига қараганда арзонроқ бўлган. Саноат облигациялари бўйича, одатда, анча юқори фоизлар тўланар эди. Чунки, облигациялар бўйича фоиз тўловларини корхонанинг солиққа тортиладиган фойдасидан чиқариб ташлаш мумкин бўлиб, акциялар бўйича дивидендлар эса, солиққа тортилар эди.

Молиялаш воситаси сифатида облигациялар ўзларининг устун томонлари билан бир қаторда камчиликларига ҳам эга. Корпоратив облигациялари бўйича қатъий фоиз компания учун доимий харажатларнинг ўсишини англатади. Тангликка учраган даврларда бундай харажатлар дивидендлардан фарқли равишда, эмитент учун жуда сезиларлидир, чунки дивидендлар компаниянинг даромадларига қараб анча паст даражада белгиланиши ёки умуман тўланмаслиги ҳам мумкин.

Белгиланган даромадга эга бўлган корхоналар облигацияларининг жозибадорлиги шунда намоён бўладики, улар акциялардан фарқли ўлароқ, ўз номинал қийматидан паст бўлган курсда сотилиши мумкин. Масалан, 1000 сўм ўрнига 970 сўмга. Нархнинг бундай арзонлашуви дизажио деб номланади. Шунингдек, облигацияларни сўндириш номинал бўйича эмас, балки анча юқори бўлган бозор нархида ўтказилиши тўғрисида келишувга эришиш ҳам мумкин. Масалан, 1000 сўм ўрнига 1025 сўмдан. Устама ҳақи ёки ажио облигацияларнинг тегишли муддатида (фоизли тўловлар билан бир қаторда) қўшимча даромадни ўзида намоён қилади.

Рендит (rendite) – облигацияларнинг умумий даромади облигациялар шартларини баҳолашда муҳим кўрсаткич ҳисобланади. Одатда, омонатчилар мазкур қимматли қоғозларни уларнинг номиналидан фарқ қиладиган нархда харид қилишади. Шунинг учун

рендит (даромад) ва облигация бўйича номинал фоиз бир-биридан катта фарқ қилиши мумкин.

Қимматли қоғозлар бозорининг жаҳон тажрибасида облигацияларнинг қуйидаги турлари кенг тарқалган:

- узоқ муддатли, ўрта муддатли ва қисқа муддатли;
- эгасининг номи ёзилган ва кўрсатувчи эгалик қиладиган;
- ютуқли (даромад фақат облигация рақами ютуққа тушган ҳолдагина тўланади);
- фоизсиз (мақсадли) – нархи товарлар билан қопланади;
- эркин муомалада бўладиган;
- муомала доираси чегараланган (масалан, корхона доирасида);
- ички ва ташқи қарзлар (давлат облигациялари);
- гаровга эга бўлган (акциялар, асбоб – ускуналар ва ҳ.к. кўринишида) ва гаровсиз (эмитентнинг номи билан);
- купонли ва купонсиз;
- чақириб олинадиган ва чақириш ҳуқуқисиз;
- кафолатланган (тўлаш ёки сўндириш учинчи шахс томонидан кафолатланади);
- айирбошланадиган (акцияларга алмаштирилиши мумкин);
- иштирок этиш ҳуқуқига эга бўлган (компания фойдасининг бир қисмини олиш ҳуқуқини беради);
- даромадли (фоиз фақат компанияда фойда бўлса тўланади);
- ташландиқ (паст сифатли облигациялар);
- инфратузилма облигациялари – ишлаб чиқариш инфратузилмасини ва бошқа инфратузилмани барпо этиш ва (ёки) реконструкция қилишни молиялаштириш учун пул маблағларини жалб этиш мақсадида хўжалик жамиятлари ва давлат корхоналари томонидан чиқариладиган облигациялар.

Хазина мажбуриятлари

Хазина мажбуриятлари – бу уларнинг эгалари томонидан бюджетга пул маблағларини берганликларини тасдиқловчи ҳамда ушбу қимматли қоғозларга эгалик қилишнинг муддати давомида белгиланган даромадни олиш ҳуқуқини беришни кўрсатувчи эгалик қиладиган давлат қимматли қоғозларидир.

Ўзбекистонда хазина мажбуриятларининг қуйидаги турлари чиқарилади:

1. *Узоқ муддатли* – 5 йил ва ундан ортиқ муддатга чиқарилиши мумкин (халқаро амалиётда улар Bond деган номни олишган).

2. *Ўрта муддатли* – 1 йилдан 5 йилгача бўлган муддатта чиқариладиган (Note).

3. *Қисқа муддатли* – 1 йилгача, 3, 6 ва 9 ойгача бўлган муддатга чиқариладиган (Bill).

Узоқ муддатли ва ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини чиқариш тўғрисидаги қарор Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан, қисқа муддатлиларни чиқариш қарори эса – Молия вазирлиги томонидан қабул қилинади.

Ўз табиатига кўра хазина мажбуриятлари давлат облигацияларига жуда яқин. Амалда хазина мажбуриятлари жисмоний шахслар учун чиқариладиган давлат облигацияларидир, улар бўйича даромадларни қимматли қоғозларга эгалик қилишнинг бутун муддати давомида олиш мумкин.

Депозит сертификатлари

Депозит сертификати (инг. «*certifikate of depozit*») – бу пул маблағлари омонатга қўйилганлиги тўғрисида, омонатчига белгиланган муддат тугаганидан кейин депозит суммаси ва унга тегишли фоизларни олиш ҳуқуқини берувчи кредит муассасасининг гувоҳномасидир.

Депозит сертификати – банкка қўйилган омонат суммасини ва омонатчининг (сертификат сақловчининг) омонат суммасини ҳамда сертификатда шартлашилган фоизларни сертификатни берган банкдан ёки шу банкнинг исталган филиалидан белгиланган муддат тугаганидан кейин олиш ҳуқуқини тасдиқловчи ноэмиссиявий қимматли қоғоз.

Депозит сертификатлари 60-йиллардан бошлаб АҚШ ва Буюк Британияда омонат депозит гувоҳномасининг бир тури кредит муассасасига пул қўйилганлигини тасдиқловчи ҳужжат сифатида фаол тараққий этди. Ушбу ҳужжат орқали омонат талаб қилиб олиниши мумкин. Юқорида қайд этилган мамлакатларда муддатли муомалада бўладиган депозит сертификатларини чиқариш кенг тарқалди, улар омонатчилар томонидан дилерларга эмас, балки банкка фоизларнинг йўқотилиши билан сотилиши ёки ўтказма ёзувлар ёрдамида бир шахсдан иккинчи шахсга қайта сотилиши мумкин. Бундай сертификатлар АҚШда йирик суммаларга чиқарилади – 100 мингдан

1 млн. долларгача. Сармоядор сифатида йирик корхоналар, хорижий омонатчилар, маҳаллий ҳокимият идоралари иштирок этиши мумкин. Сертификатлар айниқса, уларни солиқ тўлашга қабул қилиниши туфайли жуда оммабоп бўлиб қолди.

Ўзбекистонда мустақилликка эришилганидан кейин 1994 йилдан бошлаб сертификатлар икки турда чиқарила бошланди:

- депозит сертификатлари юридик шахслар учун, 1 йилгача муддатга;
- депозит (жамғарма) сертификатлари – жисмоний шахслар учун, 3 йилгача муддатга.

Сертификатнинг муомалада бўлиш муддати у берилган санадан бошлаб унинг эгаси омонатни талаб қилиб олиш ҳуқуқини оладиган санагача ҳисобланади. Агар сертификат бўйича депозит ва омонатни олиш муддати кечиктирилса, у ҳолда бундай сертификат у бўйича талаб қилиб олинадиган ҳужжат ҳисобланади, ушбу сертификат бўйича банк унинг эгасининг биринчи талабига кўра зудлик билан унда кўрсатилган суммани тўлаш мажбуриятини олади.

Банк сертификатни муддатидан олдин тўловга тақдим этилиши эҳтимолини назарда тутиши мумкин. Бундай ҳолларда банк томонидан олдиндан, сертификатни бериш вақтида белгиланган сертификатнинг унда ёзиб қўйилган қиймати ва пасайтирилган ставка бўйича фоизлар тўланади. Сертификат эгасига сертификатнинг муомалада бўлиш муддати тугаши билан унинг эгасига тегишли бўлган дастлаб чиқариш ва муомалада бўлиш шартларида белгиланган ставка бўйича фоизлар эмитент банк томонидан, ушбу сертификат харид қилинган вақтдан қатъий назар тўланиши лозим.

Сертификатлар бир марталик, серияли, эгасининг номи ёзилган ва кўрсатувчи эгалик қиладиган турларда ҳам чиқарилиши мумкин.

Сертификатни чиқарувчи банк Марказий банк билан келишган ҳолда унга бошқа қўшимча шартлар ва реквизитларни киритиши мумкин. Сертификат бланкида чиқариш ва муомалада бўлишининг барча шартлари (сертификат бўйича талаб қилиш ҳуқуқини бошқа шахсга бериш шартлари ва тартиби) кўрсатилиши зарур. Агарда сертификат билан унинг бланкида кўрсатилган шартларда назарда тутилмаган операция амалга оширилган бўлса, унда бундай операция ҳақиқий эмас, деб ҳисобланади.

Сертификатлар бланклари фақат Марказий банкдан қимматли қоғозлар бланкларини чиқариш учун лицензия олган матбаа корхо-

налари томонидан тайёрланади. Бланк қўлда сиёҳ шарикли ручка ёки босмалаш усули билан тўлдирилиши мумкин.

Сертификат эгаси уни бошқа шахсга ўтказиши мумкин. Бланк эгасининг номи ёзилган сертификат бўйича талаб қилиш ҳуқуқининг бошқа шахсга ўтказилиши (цессия) унинг орқа томонида ўз ҳуқуқларидан воз кечувчи (цедент) ва мазкур ҳуқуқларга эга бўлувчи (цессионарий)нинг икки томонлама келишуви билан расмийлаштирилади. Бланкли кўрсатувчи эгалик қиладиган сертификат бўйича талаб қилиш ҳуқуқининг бошқа шахсга ўтказилиши ушбу сертификатни оддий топшириш йўли билан амалга оширилади.

Банклар нақдсиз шаклдаги сертификатларни ҳам чиқариши мумкин («депо» ҳисоб рақамлари бўйича). Бундай вазиятда нақдсиз шаклдаги сертификатлар бўйича операциялар ҳисоби банклар депозитарийларида юритилади. Мижоз ҳамда депозитарийнинг ўзаро муносабатлари шартнома билан расмийлаштирилади.

Депозит сертификатларининг юридик ва жисмоний шахсларга сотилишида айрим тафовутларга эга. Агар сертификат юридик шахсга сотилса, эмитент банк ва омонатчи ўртасида шартнома тузилади. Депозит сертификатлари олди-сотдиси ва улар бўйича суммаларни тўлашга доир пулли ҳисоб-китоблар фақат нақдсиз шаклда амалга оширилади. Депозит (жамғарма) сертификати жисмоний шахслар номига ариза асосида расмийлаштирилади, унда омонатчи сертификатни тўлдириш учун барча зарурий реквизитларни кўрсатади. Депозит (жамғарма) сертификати тўлови чек ёрдамида ёки нақд пулда амалга оширилади. Банк томонидан депозит (жамғарма) сертификати нархини қоплаш нақд пулда ёки суммани мижоз томонидан кўрсатилган ҳисобрақамга ўтказиш йўли билан амалга оширилади.

Айрим бошқа қимматли қоғозлардан (масалан, векселлардан) фарқли ўлароқ, сертификатлар сотилган товарлар ва кўрсатилган хизматлар учун ҳисоб-китоб ёки тўлов воситаси бўлиб хизмат қила олмайди.

Сертификатларни чиқариш тўғрисидаги қарор банкнинг амалдаги қонунчилик ва банкнинг устав ҳужжатларига мувофиқ бунга ваколат олган банкнинг раҳбар органи томонидан қабул қилинади. Сертификатларни чиқариш тўғрисидаги қарор билан чиқариш шартлари ва у билан боғлиқ бўлган тадбирларнинг тартиби ҳамда

муддати тасдиқланиши керак. Тадбирлар қуйидагиларни ўз ичига олади:

– сертификатлар тарқатилиши тўғрисидаги хабар ва улар нашрини муомалага чиқариш шартларини эълон қилиш;
– сертификатлар тарқатилишини ташкил этиш.

Сертификатларни чиқариш учун бериладиган рухсатномани эмитент банк Марказий банкда расмийлаштиради. Марказий банк нашрни рўйхатга олиш учун ариза берилган кундан бошлаб икки ҳафта ичида нашрни рўйхатга олиши ёки рўйхатга олишдан воз кечиши лозим.

Марказий банк сертификатлар нашрини рўйхатга олиши ёки амалга оширилган нашр натижасида жамланган барча маблағларни омонатчиларга қайтарган ҳолда нашрни ҳақиқий эмас, деб тан олиши мумкин. Шунингдек, Марказий банк қуйидаги ҳолларда сертификатларнинг муддатдан олдин тўланишини талаб қилиши мумкин:

- сертификатларни чиқариш ва уларнинг муомалада бўлиши шартлари амалдаги қонунчиликка зид бўлса;
- агар банк сертификатларни чиқариш тадбирларини амалга оширишга расмий рўйхатга олингунга қадар киришган бўлса;
- рекламадаги ахборот, ишнинг ҳақиқий аҳволига ва амалдаги қонунчиликка мос келмаса;
- амалдаги қонунчилик ёки сертификатларни чиқариш, уларнинг муомалада бўлиши ва тўланиши қоидалари бузилган бўлса.

Марказий банкнинг ўзи ҳам сертификат чиқариши мумкин. Бундай сертификатларни чиқариш тартиби «Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг депозит сертификатларини чиқариш, уларнинг муомалада бўлиши ва уларга хизматлар кўрсатиш тўғрисидаги низом»и билан бошқарилади. Марказий банк томонидан чиқариладиган сертификатлар давлат қимматли қоғозлари тоифасига киради.

Векселлар

Вексель (немисча «*wechsel*») – бу вексель берувчининг ёки векселда кўрсатилган бошқа тўловчининг векселда кўзда тутилган муддат келганда вексел эгасига маълум миқдордаги суммани тўлаш ҳақидаги сўзсиз мажбуриятини тасдиқловчи қимматли қоғоздир.

Вексель – вексель берувчининг ёхуд векселда кўрсатилган бошқа тўловчининг векселда назарда тутилган муддат келганда вексель эгасига муайян суммани тўлашга доир қатъий мажбуриятини тасдиқловчи ноэмиссиявий қимматли қоғоз.

Амалдаги қонунчиликка кўра, векселлар корхона ва ташкилотлар томонидан аниқ савдо битими асосида ёзилиши мумкин. Улар оддий ва ўтказма турларида бўлади.

Оддий вексель (соло вексель) – бу қарздорнинг (вексель берувчининг) муайян пул суммасини кўрсатилган муддатда кредиторга (биринчи олувчисига) тўлаш мажбуриятини ифодаловчи ҳужжат.

Ўтказма вексель (тратта) – бу вексель берувчи-кредитор (трассант)нинг қарздор (трассат)га маълум пул суммасини кўрсатилган муддатда учинчи шахс-биринчи олувчи (ремитент)га тўлаши буйруғини ифодаловчи ҳужжат.

Ўтказма вексель, агар у қарздор-трассат томонидан акцептланмаган бўлса, қонуний кучга эга бўлмайди. Акцепт (тўлаш учун розилик) ёзма равишда векселнинг устки томонида амалга оширилади. Акцепт умумий ёки чегараланган (қисман) бўлиши мумкин. Қисмли акцепт – бу қарздорнинг вексель валютаси бир қисмини тўлаш учун ёзма равишдаги розилигидир. Вексель акцептланмаган ҳолларда ёки у бўйича тўловдан бош тортилса, вексель бўйича даъво қилиниши мумкин. Бунда унинг эгасида вексел бўйича мажбуриятга эга бўлган олдинги шахсларга регресс, яъни қайтарма талаб тартибида тўлаш ҳуқуқи пайдо бўлади.

Вексель мажбурий реквизитларга эга бўлиши лозим, улардан ҳеч бўлмаганда биттасининг йўқлиги векселни ҳақиқий бўлмаслигига олиб келади.

Оддий векселда икки шахс қатнашади: вексель берувчи, унинг ўзи унга берилган вексель бўйича тўлаш мажбуриятини тўғридан-тўғри ва сўзсиз олади ҳамда дастлабки сотиб олувчи (вексель эгаси), у вексель бўйича тўловни олиш ҳуқуқига эга.

Оддий векселнинг бошқа қарз мажбуриятларидан фарқи қуйидагилардан иборат:

а) вексель ўтказма ёзув бўйича қўлдан қўлга ўтказилиши мумкин;

б) векселда иштирок этувчи шахслар вексель бўйича биргаликда жавобгарликка эга, қайтмаслик ёзувини қайд этувчи шахслар бундан мустасно;

в) имзоларга гувоҳлик бериш учун нотариал идорага келиш талаб этилмайди;

г) вексель белгиланган муддатда тўланмаган ҳолларда нотариал норозилигини қўзғатиш зарур;

д) вексель мавҳум пул ҳужжати ҳисобланади ва шу сабабли олдиндан тўлов, гаров ёки жарима билан таъминланади.

Ўтказма векселнинг оддий векселдан асосий фарқи шундан иборатки, у қимматликларни бир шахс ихтиёридан бошқа шахс ихтиёрига ўтказиш учун мўлжалланган.

Ўтказма векселни бериш (трассировка қилиш) акцепт ва у бўйича тўлов кафолати мажбуриятини ўз зиммасига олиш демакдир. Бундан шу нарса келиб чиқадики, уни бошқа шахсга трассировка қилиш фақат агар трассант (вексель берувчи) трассат (тўловчи)да ўз ихтиёрида трассировка қилинаётган вексель суммасидан кам бўлмаган қимматликка эга бўлган вазиятда мумкин бўлади. Оддий векселдан фарқли ўлароқ, ўтказма векселда учта шахс қатнашади:

- вексель берувчи (трассант);
- вексель билан бирга у бўйича тўловни талаб қилиш ҳуқукини олувчи дастлабки харидор (ёки вексель эгаси);
- Тўловчи (трассат), унга вексель эгаси тўловни амалга оширишни таклиф этади (векселда бу «тўланг» деган сўз билан ифодаланади).

Шундай қилиб, оддий векселда тўловчи векселни берувчи бўлса, ўтказма векселда трассат, деб номланувчи алоҳида шахс тўловчи ҳисобланади. Унинг номи матнда мажбурийлар сафига киритилиши тасодиф эмас, чунки у вексель (акцепт)ни қабул қилганидан сўнг оддий векселда вексель берувчи ҳолатини эгаллайди.

Ўтказма векселнинг мазмунидан шу нарса келиб чиқадики, у бўйича мажбурият трассат (тўловчи) учун фақат у вексель (акцепт)ни қабул қилган вақтдан бошлаб пайдо бўлади. Акс ҳолда трассат вексель берувчи учун мутлақо бегона шахс бўлиб қолади. Бундан келиб чиқиб, вексель бўйича пулларни олувчилар олдиндан, тўлов муддати келгунга қадар тўловчининг векселни тўлашга бўлган муносабатини аниқлаши мумкин. Бу мақсадга векселни трассатга уни акцептлаш, яъни ўз зиммасига тўловни амалга ошириш мажбуриятини олиш таклифи билан тақдим этиш йўли орқали эришилади.

Шу билан бирга, векселни акцептга тақдим этиш вексель эгаси трассат ва трассантнинг қодирлигига ишонган ҳоллар учун мажбурий ҳисобланмайди. Вексель акцептга исталган вақтда, вексель берилган кундан тўлов муддати бошланадиган вақтгача тақдим этилиши мумкин. Вексель ҳатто тўлов муддатидан кейин ҳам акцептга тақдим этилиши ҳамда акцептланиши мумкин ва трассат у бўйича векселни муддатигача қабул қилгандек жавоб беради.

Одатда, вексель акцептга банклар томонидан тўловчининг манзили бўйича тақдим этилади. Трассат унга вексель биринчи марта тақдим этилганидан бир кундан сўнг уни иккинчи марта тақдим этилишини талаб қилиш ҳуқуқига эга. Агар у ушбу муддатдан сўнг қабул қилинмаса, у ҳолда вексель қабул қилинмаган ҳисобланади. Трассат векселни акцепт учун ўзида қолдиришни талаб қилиш ҳуқуқига эга эмас.

Акцент, одатда, векселнинг устки томони чап қисмида белгиланади ва тўловчининг имзоси мажбурий равишда қўйилган ҳолда «акцептланган», «қабул қилинди», «тўлайман» сўзлари билан ифодаланади. Векселнинг устки томонидаги оддий имзо ҳам векселнинг қабул қилинганлигини англатади.

Вексель исталган суммага 3 ой муддатгача, истисно ҳолларда эса 6 ойгача ёзилиши мумкин. У «белгиланган кунга» ёки «тузилган кундан қандайдир вақтга» муддат билан берилиши мумкин. Агар векселда муддат кўрсатилмаган бўлса, у тақдим этилганда тўланиши лозим бўлган вексель сифатида кўриб чиқилади.

Вексел белгиланган шаклдаги бланкларда ёзилади. Векселларнинг намунавий бланклари марказлаштирилган йўл билан «Давлат белгиси» Давлат ишлаб чиқариш бирлашмаси томонидан тайёрланади ва тижорат банклари ўртасида тарқатилади. Корхона ва ташкилотлар векселлар бланкларини тижорат банкларида ҳисоб-китоб рақами юритиладиган жойда сотиб олиши мумкин. Векселлар бланкларини бериш чоғида банк мижознинг молиявий-хўжалик аҳволини, унинг тўловга қобилиятини текшириши лозим. Бунда банк вексель суммасини унинг муомалада бўлишини махсус дафтарда қайд этади. Банк раҳбарлари векселлар бланкларининг берилиши ва вексель суммаларининг рўйхатга олиниши учун шахсан жавобгардир.

Тўлов муддати келиб, вексель тақдим этилган вақтда вексель берувчи унда кўрсатилган суммани вексель эгасига тўлашга мажбур, шундан сўнг икки кунлик муддатда вексель берилганлигини

рўйхатга олган банкка вексель бўйича тўлов амалга оширилганлиги ҳақида хабар бериши керак. Агар вексель муддатида тўланмаган бўлса, банк қарздор корхонанинг ҳисобрақамига келиб тушадиган пул маблағларини вексель бўйича мажбуриятларни қоплаш ҳисобрақамига ўтказиш ҳуқуқига эга.

Агар вексель бўйича тўлов ўз вақтида амалга оширилмаса, вексель эгаси вексель сўндирилиши лозим бўлган кундан кейинги 2 иш куни ичида тўланмаганлик ҳақида қатъий норозиликни расмийлаштириши, шундан кейин вексель берувчи ва индоссантларга нисбатан даъво қилиши мумкин (векселни берган ва индоссировка қилган барча шахслар векселнинг эгаси олдида биргаликда мажбуриятга эга). Агар тўловчи тўловга қодир бўлмаганлиги боис, тўловларни тўхтатиб қўйса, даъво тўлов муддати келишидан олдин ҳам қилиниши мумкин, ҳатто бу ҳолат суд томонидан белгиланмаган бўлса ҳам.

Вексель эгаси векселни индоссировка қилган барча шахсларга ёки уларнинг ҳар бирига алоҳида, улар бир-бирига векселни ўтказган кетма-кетликдан қатъий назар, даъво қилиши мумкин. Худди шундай даъво қилиш ҳуқуқига векселга имзо чеккан ҳар бир шахс, у векселни тўлагандан кейин эга бўлади.

Вексель эгаси вексель бўйича даъво қилинган шахсдан қуйидагиларни талаб қилиши мумкин:

- векселнинг тўланмаган суммаси ва фоизларни, агар улар шартланган бўлса;
- тўлов муддати келган кундан бошлаб Марказий банк ҳисоб ставкаси миқдоридаги фоизларни;
- даъво қилиш бўйича харажатларни (хабарномани жўнатиш, бож ва бошқалар);
- тўлов муддати келган кундан бошлаб Марказий банк ҳисоб ставкасининг ярми миқдоридаги пеняни.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1997 йил 19 мартдаги Фармонига мувофиқ корхона ва ташкилотларнинг векселларни чиқаришига фақат уларга етказиб берилган товарлар (ишлар, хизматлар) учун ҳисоб-китоблар қилишга уларда пул маблағлари етишмовчилигини қоплаш учун хизмат кўрсатилаётган банк томонидан мажбурий тарзда вексель топшириқномаси (аваль)нинг расмийлаштирилиши билан рухсат этилади. Аваль банк томонидан фақат корхонанинг ликвидли активларининг гаровга қўйилиши асосида

расмийлаштирилиши мумкин. Векселларни траст бошқарувига топшириш, шунингдек, векселлар билан кредитлар берилиши таъқиқланади. Бундан ташқари, бюджет олдида боқимандаликка эга бўлган вексель эгалари ҳисобланган корхона ва ташкилотлар ушбу ойда қоплаш муддати келган векселларни товарлар (ишлар, хизматлар) нархини тўлаш учун фойдаланиш ҳуқуқига эга эмас. Вексель эгаларига қайд этилган векселларни сўндириш учун келиб тушадиган пул маблағлари бюджетга боқимандалик мавжуд бўлган ҳисобрақамга ўтказилиши лозим.

Тижорат банкларига вексель берувчи корхоналар учун махсус ҳисобрақамлар очиш вазифаси топширилган. Ушбу ҳисобрақамларда векселларни сўндириш вақтида банклар вексель берувчиларнинг керакли миқдордаги пул маблағларини захирада ушлаб туриши зарур. Вексель берувчида векселни сўндириш вақтида вексель эгасига унга тўланиши лозим бўлган маблағларни вексель топшириқномаси (аваль) асосида ўз вақтида тўлаш учун бўш пул маблағлари бўлмаган тақдирда, қарздор корхонага вексель норозилиги ва жазо чоралари тадбирини қўллаши мумкин.

Жаҳон амалиётида векселларнинг қуйидаги турлари учрайди.

Қопланган векселлар – аниқ битимларга асосланган векселлар.

Дўстлик векселлари – ишонч асосида берилади. Бунда бир томон қийин молиявий аҳволда бўлган бошқа томонга ёрдам бериш учун унинг векселини акцептлайди. Бундан мақсад иккинчи томон ўзининг барча қарздорлари тўловларидан қутулиши ёки унинг банкдаги ҳисобини амалга ошириши.

Бронза векселлар – товар билан қопланмаган векселлар. Улар, одатда, ўйлаб топилган шахсга ёзиб берилади. Бундай вексель бўйича олинадиган даромад банкда ҳисобга олинади. Одатда, бундай векселлар бўйича банк ссудаларини олиш мақсадида тадбиркорлар томонидан бир-бирларига ёзиб берилади.

Тижорат векселлари – товар битимларига асосланган векселлар.

Молиявий векселлар – ссуда битимларига асосланган векселлар бўлиб, бир корхона бошқа корхонага пул маблағларини беради.

Банк векселлари банклар тўловчи сифатида иштирок этадиган векселлар. Ўз табиатига кўра улар депозит сертификатларига ўхшаш.

Хазина векселлари – молиявий векселнинг бир тури. Улар давлат томонидан чиқарилади.

Иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда векселлар ёрдамида турли кредит мажбуриятларини расмийлаштириш мумкин: тижорат кредит шартларида харид қилинган товарлар ёки кўрсатилган хизматлар нархини тўлаш, олинган ссудани қайтариш, кредит бериш.

Векселлар муомалада ҳам бўлиши мумкин. Векселни бир шахсдан иккинчисига ўтказилиши ўтказма ёзув – индоссамент (эгасининг номи ёзилган ёки бланкли) ёрдамида амалга оширилади. Ҳар бир индоссант «вексел берувчи» сифатида акцепт ва тўлов учун жавобгарликка эга. Вексель қимматли қоғоз сифатида тўлов амалга ошириладиган жойда векселни тўлаш топширилган (домицилиат) тўловчига ёки учинчи шахсга тақдим этилиши зарур. Векселлар муомаласи уларга ёзиб берилган муддат билан чегараланган.

Индоссамент – қимматли қоғоз, вексель устидаги ушбу ҳужжат бўйича ҳуқуқларнинг бошқа шахсга ўтказилганлигини тасдиқловчи ўтказма ёзув. Индоссамент, одатда, ҳужжатнинг орқа томонида ёки қўшимча варақка қўйилади. Индоссаментни бажарган шахс индоссант деб номланади. Индоссамент ҳужжат унинг фойдасига ўтказилаётган шахснинг кўрсатмасини ўзида мужассамлаштириши, кўрсатувчи эгалик қиладиган бўлиши ёки индоссантнинг битта имзосидан иборат бўлиши мумкин (бланкли).

Ўтказма ёзувлар қуйидаги кўринишга эга бўлиши мумкин: «буйруқ бўйича тўланг» ёки «бизнинг ўрнимизга тўланг». Имзо ташкилот муҳри билан мустаҳкамланиши керак.

Индоссамент қуйидаги турларда бўлиши мумкин:

- Эгасининг номи ёзилган индоссамент векселнинг янги эгасини белгилаб беради. Векселнинг бундан кейинги ўтказилиши учун унинг имзоси зарур.
- Бланкли индоссамент вексель ўтказиладиган шахсни белгиламайди. Фақат ўтказиш амали белгиланади.
- Қайтарилмайдиган индоссамент. Вексель эгаси (индоссант) векселни ўтказиш чоғида ўтказма ёзувда «менга қайтарилмасин», деган иборани киритиши ва бу билан тўланмаган ҳамда тўланмаганлик норозилиги билдирилган вексель бўйича жавобгарликни ўзидан соқит қилиши мумкин, кейинги индоссаментларга бундай ҳуқуқ берилмайди.

Индоссант вексель берувчи ва тўловчи билан биргаликда жавобгарликка эгадир. Бунда ҳужжатнинг эгаси индоссант бўлиб қолади,

вексель эгаси эса унинг ишончли киши ролида қатнашади ва тўловни олиш учун ҳар қандай ҳаракатни бажариши мумкин.

Қўшимча варақ (аллонж). Агар векселда ўтказма ёзувлар учун жой етишмаса, ёзувлар унга ёпиштирилган қўшимча варақда шундай амалга оширилиши лозимки, унда индоссамент векселнинг ўзида бошланиб аллонжда тамом бўлсин.

Тўланмаганлик ёки акцептланмаганлик ҳақида норозилик билдирилганидан кейин 4 иш куни ичида вексель эгаси бу ҳақда ўзининг индоссанти ва вексель берувчисини хабардор қилиши шарт. Ҳар бир индоссант у хабарномани олган кундан кейинги икки иш куни ичида ўзидан аввалги индоссантга хабарномани олганлиги ҳақида маълум қилади ва шу тариқа хабар вексель берувчигача етиб боради. Вексель берувчи ўз кафиллигига олган авалист ва индоссантга хабарномани бир вақтда юборади. Хабарномани юбормаслик вексель эгасини вексель ҳуқуқларидан маҳрум этмайди.

2.4. Ҳосилавий қимматли қоғозлар (деривативлар) турлари ва улар муомаласининг ўзига хос хусусиятлари

Муддатли бозор иқтисодиётнинг энди жадал ривожланаётган сегменти ҳисобланади. Ушбу бозорнинг келиб чиқиши тадбиркорликнинг узоқ ўтмишига бориб тақалади. 1751 йил Нью-Йорк озиқ-овқат биржасида уюшган муддатли бозорнинг шаклланиши вужудга келди. Биринчи муддатли биржа – Чикаго савдо палатаси (CBT) 1848 йил қишлоқ хўжалик маҳсулотларига фьючерс шартномалари тузилган. Лекин, жадал ривожланиш 1970–80-йилларга тўғри келади. 1972 йилда ташкил этилган халқаро товар биржаси (IMM), Чикаго опционлар биржасининг (CME) бўлимидир. 1973 йил Чикаго опционлар биржасида (CBOE) опционлар савдоси амалга оширилди. Лондон фонд биржаси қошида 1978 йил Лондон бозорида сотилаётган опционлар (LTOM) бўлими, 1979 йилда эса, Нью-Йорк фьючерс биржаси очилди (NYFE). 1982 йил Лондон халқаро молиявий фьючерлар ташкил этилди (LIFFE). Шу йили Филадельфия фонд биржасида (PHLX) муддатли шартномалар бўйича савдолар амалга оширилди. Францияда 1985 йил молиявий фьючерслар шартномалари Биржаси (MATIF). Японияда биринчи шартнома-

лар 1985 йил амалга оширила бошланди. 1980-йиллар муддатли бозорининг янги сегменти – своплар бозори пайдо бўлди.

Ҳосилавий қимматли қоғозлар – бу бирламчи қимматли қоғоз (акция, облигация ва ҳ.к.)ларнинг шу бозорда амал килиниши натижасида ҳосил бўлган иккиламчи қимматли қоғозлардир.

Қимматли қоғозлар бозорида ҳосилавий қимматли қоғозлар базисини, акция, облигация, валюта, индекс, процент ва товарлар билан бўладиган операциялар ташкил этади. Бундай инструментлар муддатли бозорда молиявий хавф рискни суғурталашга хизмат қилади, бу бозорда хавф рискдан келиб чиқадиган зарарлар миқдори миллиард долларларга тенг бўлиши мумкин.

Ўзининг молиявий рискини чеклаш учун, опцион шартномасига мурожаат қилиши керак бўлади. Опцион шартномалари ёмон ҳолатдан келиб чиққан ҳолда йўқотиш мумкин бўлган, белгиланган сумма ҳавфини чегаралашга имкон беради, унинг ютуғида эса чегараланмаган опцион шартномаси асосида турли хил активлар ётиши мумкин. Ҳозирги пайтда ғарб мамлакатлари тажрибасида опцион шартномалар акциялар, индекслар, фоизли қимматли қоғозлар, валюта, фьючерс шартномалари ва товарларга тузилади.

«Ҳосилавий қимматли қоғозлар» тушунчасига Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонунининг 3-моддасида қуйидагича таъриф берилган: «Қимматли қоғозларнинг ҳосилалари – ўз эгаларининг бошқа қимматли қоғозларга нисбатан ҳуқуқларини ёки мажбуриятларини тасдиқловчи ва юридик шахслар томонидан эмитентнинг опционлари, қимматли қоғозларга доир фьючерслар ва бошқа молиявий воситалар тарзида чиқариладиган қимматли қоғозлар». Жаҳон амалиётида ҳосилавий қимматли қоғозларнинг куйидаги турлари мавжуд:

– опцион;
– фьючерс;
– депозит тилхатлари;
– варрант;
– своп;
– форвард;
– коносамент;
– приватизация чеклари, купонлари ва бошқалар.

Ҳосилавий қимматли қоғозлар бошқа қимматли қоғоз сингари бир қанча турларга бўлинади. Бу қимматли қоғозлар иккиламчи инструментлар ҳисобланганлиги билан нобиржавий бозорлар савдоларида олди-сотди объекти сифатида ҳам иштирок

2.2-расм. **Ҳосилавий қимматли қоғозлар таснифи.**[1]

этади. 2.2-расмда ҳосилавий қимматли қоғозлар таснифи келтирилган.

Таснифда муддатли шартномалар сифатида форвард, фьючерс ва опционлар келтирилган. Ушбу инструментлар бозори ҳозирги пайтда энг ривожланган бозорлардан бири ҳисобланади. Муддатли шартномалар базисдаги актив (акция, облигация, индекслар, валюта) лар бозорининг ҳажми қанчалик ошса, шунчалик фьючерс ва опционлар бозори ҳам ошади. Ҳозирда муддатли шартномалар бозори базисдаги активлар бозорига нисбатан ҳажми бир неча баробар катта. Бунинг асосий сабаби, муддатли шартномалар белгиланган муддат тугашида ҳисоб-китоб қилинади, яъни базисдаги актив ҳисобланган акцияни инвестор опцион орқали вақтинчалик эгасига айланса, опционда белгиланган муддат келганда ҳамда инвестор шартномадан фойда кўраётган бўлса шундагина ҳисоб-китоб қилинади.

Муддатли шартномалар бозори иштирокчиларининг қуйидаги турлари мавжуд:

[1] www.novgorodov.com сайт маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланган.

- *Чайқовчилар*. Чайқовчи бу – муддатли шартномалар баҳосининг фарқидан фойда олиш учун риск қилувчи бозор иштирокчиларидир;
- *Хеджер*. Хеджер бу – бозор иштирокчиси бўлиб, унинг мақсади эгалик қилаётган активнинг бозордаги баҳоларини ўзгариши натижасида мавжуд рискларни минималлаштиришдир;
- *Арбитражчи*. Арбитражчи бу – бир марталик олди-сотди операцияларидан рисксиз даромад олишга ҳаракат қилувчи бозор иштирокчилари.

Муддатли шартномалар деганда, маълум бир активни келажакда етказиб бериш шарти билан тузиладиган келишувдир. Шартнома шартлари активни сотиш ёки сотиб олиш вақтида келишилади. Шартнома асосида ётувчи актив базис ёки базисли дейилади. Бир қатор манбаларда ва хорижий адабиётларда ҳосилавий қимматли қоғозларни базисли инструментлар ҳам дейилади.

Ҳосилавий қимматли қоғозлар таснифидан келиб чиқиб, муддатли шартномалар асосида ётувчи активлар турлари 2.2-жадвалда акс этирилган.

2.2-жадвал

МУДДАТЛИ ШАРТНОМАЛАР АСОСИДА ЁТУВЧИ АКТИВЛАР ТУРЛАРИ[1]

Шартнома тури	Базавий актив
Товарли шартномалар	Қишлоқ хўжалик товарлари (буғдой, кофе ва бошқалар) табиий ресурслар (нефть, металл) энергия қимматли қоғозлар ва муддатли шартномалар
Молиявий	валюта (курси) депозит (фоизли шартномалар)
Индексли	фонд индекслари ва бошқа индекслар
Об-ҳаво	температура маълум давр мобайнида ёмғирли кунлар сони
Воқеали	эмитент дефолти Суғурта воқеаликлари президент сайлови ва бошқалар

[1] www.novgorodov.com сайт маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланган.

Опцион – маълум муддатда шартномада келишилган нархда базавий активни сотиш ёки харид қилиш ҳуқуқи ва мажбурияти инобатга олинмайдиган ҳужжатдир.

Опцион – эмиссиявий қимматли қоғоз бўлиб, у ўз эмитентининг муайян миқдордаги қимматли қоғозларини назарда тутилган муддатда, қатъий белгиланган нарх бўйича сотиб олишга бўлган ҳуқуқини тасдиқлайди.

Опцион нархи ёки унинг баҳоси (price) амалиётда мукофот (premium) деб юритилади. Опционлар савдосида уларнинг тўлиқ эквивалентлигини ҳисобга олиш керак.

Опцион лотинча «optio» сўзидан олинган бўлиб, хоҳиш, хоҳишига кўра деган маъноларни англатади. Опционлар бозори профессионал трейдерлар ва унчалик катта тажрибага эга бўлмаган индивидуал инвесторлар учун ҳам фонд бозорининг жуда «ноаниқ» сегменти ҳисобланади. Лекин, кўпчилик индивидуал инвесторлар опционлар савдоси билан шуғулланиб, катта даромад эгаларига айланадилар.

Опцион (option) ҳосилавий молиявий инструмент ёки дериватив ҳисобланади. Бунинг маъноси шундаки, унинг нархи унинг асосида ётувчи бошқа молиявий инструмент ҳосиласи ҳисобланади. Унинг асосида ётувчи инструмент сифатида акциялар, облигациялар, валюта, фоиз ставкалари, биржа индекслари, фьючерс контрактлари бўлиши мумкин.

Опционларнинг савдоси биринчи бўлиб Чикаго опционлар бозори (Chicago Board Options Exchange, CBOE)да 1973 йилда ўтказилган ва ҳозир ҳам улар дунёда кенг тарқалган. Энг оддий маънода опцион икки томон – сотувчи (seller, writer) ва сотиб олувчи (buyer, holder) орасида тузиладиган шартнома тушунилиб, у аниқ бир мукофот учун (лекин мажбуриятни кўзда тутмаган) олдиндан белгиланган вақт оралиғида ва нархда шартнома асосида ётувчи молиявий инструментни сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини берувчи ҳужжат ҳисобланади.

Опционни сотиш ёки сотиб олиш опцион шартномалари бўйича позицияларни очиш тушунилади.

Сотиб олиш позициясига кирувчи инвестор-харидорлар опцион эгаси (buyer/holder/owner) дейилади ва узун позицияга киради. Бу позиция тескари битим сотиш орқали ёпилади.

Сотиш позицияларини очувчи инвесторлар сотувчи ёки опцион ёзувчиси (seller, writer) дейилади ва у қисқа позицияга киради. Бу позиция тескари битим, сотиб олиш орқали ёпилади.

Опционларни тавсифлашда қуйидаги асосий кўрсаткичлар қўлланилади:

1. Опцион тури («call» ёки «put»).
2. Опцион асосида ётувчи активлар.
3. Бажарилиш баҳоси.
4. Опцион тугаши муддати.
5. Опцион мукофоти.

Опционларнинг иккита асосий кўринишлари мавжуд: «колл» (call) ва «пут» (put). Опцион кол эгасига ёки харидорга базисдан 100 дона акцияларни қатъий белгиланган баҳо бўйича сотувчидан (опцион ёзувчиси) сотиб олиш ҳуқуқини беради. Агар харидор бу ҳуқуқдан фойдаланса, унда опцион сотувчи акцияларни етказиб беришга мажбур.

Опцион пут эгасига базисдаги 100 дона акцияларни қатъий белгиланган баҳо бўйича сотувчига сотиш ҳуқуқини беради. Агар опцион эгаси бу ҳуқуқдан фойдаланса, сотувчи акцияларни сотиб олишга мажбур.

Опцион кол харидорга базисдаги активни сотувчидан белгиланган муддатларда бажариш баҳоси (страйк баҳо) бўйича сотиб олиш ҳуқуқини беради. Масалан, инвестор Европача кол опционни 1 ой муддатга 100 сўм бажариш баҳоси бўйича сотиб олди ва ҳар битта акцияга 5 сўм мукофот пулини ҳам тўлади. Белгиланган муддат тугаётган вақтда базисдаги акцияларнинг спот курси 120 сўмни ташкил этган бўлса, инвестор шартномани 100 сўм бажариш баҳоси бўйича опцион сотувчидан сотиб олади ва 120 сўмга бозорда сотади. Бундай ҳолда, инвестор-харидорнинг фойдаси қуйидаги суммани ташкил этади:

120 (спот курс) – 100 (бажариш баҳоси) =
*20 * 100 (акциялар) = 200 сўм.*

Опцион харидорнинг умумий даромади 200 сўмни ташкил этди, соф фойдаси эса 150 сўмни ташкил этган, яъни:

Умумий даромад 200 сўм – Мукофот
*(5*100 дона акция) = 150 сўм.*

Опционнинг бажарилиш нархи (striking price, exercise price) – бу молиявий инструментлар сотиб олиниши ёки сотилиши мумкин бўлган нарх.

Опционлар турли хил бажарилиш нархига эга бўлишлари мумкин. Улар орасидаги интервал $25 нархли опцион учун 2,5 пункт ва $25 доллардан кўпроқ нархдаги опционлар учун 5 пунктни ташкил этади.

Акциялардан фарқли равишда опционлар ўзларининг «яшаш муддати»га эга. Опционнинг бажарилиш муддати (expiration date) – бу опционнинг бажарилиши мумкин бўлган охирги кундир. Агар опционнинг бажарилиш муддати ўтиб кетса ёки бу муддатга қадар у бошқа трейдерга сотилмаса, у ўзининг қиймати ва кучини унинг эгаси эса опцион учун тўланган пулни йўқотади. Опционни сотиб олувчи учун риск айнан шу сумма билан белгиланади. Бундан каттароқ риск фақат опцион асосида ётувчи молиявий инструментларни сотиш ёки сотиб олиш билан боғлиқ бўлади.

Опционлар икки модел асосида бажарилиши мумкин: Европа модели (European option) ва Америка модели (American option). Бунда уларнинг номланиши географик жойлашишга боғлиқ бўлмайди. Европа моделидаги опцион бажарилиш муддати етиб келмагунча бажарилиши мумкин эмас, Америка моделидаги опцион бажарилиш муддати аниқ белгилаб қўйилган вақтдан олдин бажарилиши мумкин.

Опцион мукофоти (option premium) – бу савдо иштирокчиси опционни сотишдан олинадиган ёки опционни сотиб олиш вақтида тўланадиган суммадир. Бу кўрсаткич катталиги турли омилларга боғлиқ: опцион асосида ётувчи молиявий инструмент нархи, опцион тугаши муддати яқинлиги ва опционнинг ўзгарувчанлиги (волатиллиги)дир.

Америка биржаларида савдо қилинадиган ҳамма опционлар учун кафолат олувчи ва клиринг операцияларини бажарувчи Опцион Клиринг Корпорацияси (Options Clearing Corporation, OCC) ташкил этилган. Бу ташкилот опционларнинг сотиб олинишидан унинг сотилишигача бўлган барча жараёнларни назорат қилади.

Опцион асосида ётувчи активлар нархига нисбатан опцион сотилиши жиҳатидан уч турда бўлиши мумкин: «at-the-money» (пул билан), «in-the-money»(пул ичида), «out-of-money»(пулсиз).

Опционнинг бажарилиш нархи «пул ичида» опцион эгаси учун кўпроқ маблағ келтиради.

Опцион асосида ётувчи молиявий инструментнинг ҳозирги нархи билан опцион бажарилиши вақтидаги нархи орасидаги фарқ – ички нарх (intrinsic value) дейилади. Мукофот ҳажми опционнинг ички нархидан ошган қисмини эса, вақтинча опцион нархи дейилади (time value).

Шундай қилиб, опцион нархи (опцион мукофоти) унинг ички нархига ва вақтинча нархга тенг. Вақтинча нарх опционнинг бажарилиши муддатига яқинлашган сари камайиб боради. Опцион нархига таъсир кўрсатувчи омиллардан ташқари яна, иккита катта бўлмаган кўрсаткичлар мавжуд: рисксиз инструментлар ставкалари ва опцион асосидаги дивиденд ставкаси.

Опцион асосидаги қимматли қоғоз нархи опцион нархига бирламчи таъсир килади. Опционлар ўзларининг ҳар бир кунида қадрсизланиб борадилар. Бу жараён опционнинг бажарилиш муддатига қараб тезлашиб боради. Опционнинг қадрсизланиш тезлиги қолган вақтнинг квадратга оширилганига тенг бўлади. Бажарилиш муддати 2 ой қолган опцион қадрсизланиш тезлиги 4 ой қолган опцион қадрсизланиш тезлигидан икки баробар катта бўлади.

Волатиллик компоненти аниқ бир ораликда опцион асосида ётувчи молиявий инструмент нархининг маълум ораликда тебраниши билан характерланади. Волатиллик ўлчагич бўлиб, кун ичида инструментнинг нархдаги ўзгаришидир.

Амалиётда опционнинг нархини шакллантиришнинг турли моделлари қўлланилади. Ҳозирги кунда Блэк-Шоулз модели (Black Scholes Option Pricing Model) кенг қўлланилмоқда. Илгари Блэк-Шоулз модели Европа моделидаги опционлар учун ишлатилар эди, лекин кейинчалик Америка моделидаги опционлар учун ҳам модификация қилинди. Шу пайтдан бошлаб, бу моделнинг жуда кўп вариациялари ишлаб чиқилган эди. Америка моделидаги опционларни баҳолаш учун бошқа моделлар ҳам қўлланилади.

Ҳақиқатда опционлар трейдерга одатий инвесторлик методларидан фарқли ҳимояланиш ва ҳаракатчанлик устунлигини беради. Улар орқали бозорда опцион асосида ётувчи молиявий инструмент баҳоси тушиши ёки ошиши ёрдамида даромад кўриш мумкин.

Опционлар бажарилиши инвесторлар учун акцияларни пастроқ нархда сотиб олиш имкониятини беради. Опционлар комбинациялари ёрдамида бозорда «буқа», «айиқ» трендлари учун стратегия ишлаб чиқиш имкониятини яратади.

Ўзбекистон Республикасининг қонунчилигига мувофиқ, опционлар улар эмитентининг илгари чиқарилган шахсий қимматли қоғозларини ва учинчи шахслар қимматли қоғозларини харид қилиш ёки сотиш ҳуқуқини тасдиқлаши мумкин. Базис активи эмитентнинг биринчи марта муомалага чиқарилаётган шахсий қимматли қоғозларидан иборат бўлган опционларнинг чиқарилишига йўл қўйилмайди.

Опционлар эгасининг номи ёзилган ва кўрсатувчи эгалик қиладиган турларда бўлиши мумкин. Ўзбекистон Республикасида опционлар ўзига америкача опционнинг белгиларини ўзлаштирди, яъни опцион эгаси ўзининг базис активини харид қилиш ёхуд сотиш ҳуқуқини ё маълум бир муддат давомида ёки аниқ бир санада амалга оширади.

Опционлар билан операциялар қимматли қоғозларнинг биржа ҳамда биржадан ташқари бозорларида амалга оширилиши мумкин.

Фьючерслар (futures) – келишилган миқдордаги қимматликларга маълум вақт мобайнида битим тузиш ва белгиланган нархда етказиб бериш тўғрисидаги фьючерс шартномалари биржаларда сотиладиган қимматли қоғозларга ва товарларга тақдим этилиши мумкин.

Фьючерсларнинг асосий белгиси – нархининг аниқлиги ва ижро этишнинг мажбурийлигидир. Фьючерслар шартнома бўйича сотиб олинадиган қимматликка эгалик қилиш ҳуқуқини бир қўлдан бошқа қўлга зудлик билан ўтказилишини назарда тутмайди. Фьючерслар ёрдамида қонун билан кафолатланган мажбурият сотиб олинади ва битим сифатида расмийлаштирилиши мумкин. Фьючернинг ўзига хос белгиси шундан иборатки, улар мазкур қимматликлар (сотувчиларда ёки умуман) айни вақтда борми ёки йўқми, ундан қатъий назар сотилиши мумкин.

Фьючерсларнинг опционлар билан ўхшаш томони шундаки, уларнинг иккаласи ҳам фонд бойликларини келажакда сотиб олиш имконини беради. Уларнинг фарқлари қуйидагилардан иборат:

1. Фьючерслар олди-сотди ҳужжат саналмайди; фьючерс – фонд бойликларини етказиб беришга қатъий мажбурдир.

2. Фьючерс белгиланган муддат тугаши билан мажбурий ҳисоб-китобни талаб қилади.

3. Фьючерс бўйича риск, опционникидан анча юқори, чунки фьючерс харидори опцион харидоридан фарқли ўлароқ опцион бўйича йўқотилган мукофотга қараганда анча катта суммани йўқотиши мумкин.

Фьючерс шартномасининг шартлари андозалидир. Фьючерс шартномасининг нархи биржа кимошди савдоларида талаб ва таклиф мувозанатининг натижаси сифатида белгиланади. Фьючерс битимлари бўйича ҳисоб-китоблар, одатда, фьючерс билан савдо қилувчилар (сотувчилар ва харидорлар)нинг ҳисобрақамлари очилган биржаларнинг клиринг палаталари орқали амалга оширилади.

Ҳосила қимматли қоғозларнинг ушбу тури билан савдо-сотиқ қилиш ўзининг хусусиятларига эга. Акциялар билан фьючерс битимлари фонд биржаларида, облигациялар билан фьючерс операциялари эса товар биржаларида амалга оширилади.

Клиринг палатаси фьючерслар савдосида воситачи ва суғуртачи вазифасини бажаради. Асосан, клиринг палатаси ҳар бир сотувчи учун сотиб олувчи ролини ўйнайди. Шу йўсинда у очиқ позициялар бўйича хавф-рискни (таваккалчиликни) мувозанатлаштиради.

Клиринг палатаси фьючерс бозорида шартномани бажарилишини икки томондан бирини мажбуриятини ўз зиммасига олади ва шу туфайли шартномани бажарилишига кафил бўлади. Савдонинг бундай усулида фьючерс бозори томонларнинг номи кўрсатилмаган ҳолда фаолият кўрсатади, хусусан, сотувчи ва сотиб олувчи шартнома мажбуриятларини ўзаро бир-бирлари ўртасида эмас, балки клиринг палатаси орқали амалга оширади. Шу сабабли клиринг палатаси фьючерс бозорида асосий воситачи бўлиб хизмат қилади.

Фьючерс биржаси:

- нархларнинг ноқулай тебраниши рискини пасайтириш;
- ноқулай вазиятлар учун ажратиладиган жамлама капитал ҳажмини камайтириш;
- авансланган (сарфланган) капиталнинг пул шаклида қайтишини тезлаштириш;

- савдони кредитлашни арзонлаштириш;
- муомала харажатларини камайтиришга ёрдам беради.

Биржада фьючерс савдосини амалга ошириш тартиби:

1. Брокерлик фирмаси ўз мижозидан фьючерс шартномасини сотишга ёки сотиб олишга буйруқ олади ва бу буйруқни биржанинг амаллар бажариш залидаги ўзининг вакиллари (брокерлари) орқали бажаради;

2. Шартноманинг бажарилиши клиринг палатасининг аъзоси бўлган брокерлик (воситачилик) фирмасининг номига рўйхатга олинади;

3.Брокерлик фирмаси биржавий клиринг тугашига келиб ўзининг ёпилмаган (бажарилмаган) шартномаси учун клиринг палатаси хисоб-счётига кафолат бадалини (бошланғич марта суммасини) ўтказади. Кафолат бадалининг суммаси биржа томонидан товарнинг (қимматли қоғознинг) бозор нархидан келиб чиққан ҳолда белгиланади.

Демак, фьючерс бозорида олди-сотди ишларини амалга ошириш учун ҳар бир брокер клиринг палатасига бадал суммасини тўлаши лозим. Бу бадал суммаси брокер томонидан биржавий шартномани бажариши учун кафолат бўлиб хизмат қилади.

3. Ҳар бир кейинги кун учун тўланган бадал суммаси шартнома тузиш чоғида ўрнатилган баҳо билан ҳақиқий баҳо ўртасидаги фарқни инобатга олган ҳолда тўлаб борилади. Шу йўсинда ҳар куни бадал суммасини бозор нархига мувофиқлаштириш натижасида брокерлик фирмаси олдинги кун учун тўлаб қўйган бадал суммасига қўшимча тафовут (тафовут фарқи) суммасини тўлайди ва клиринг палатасидаги ҳисобидан талаб қилмаган суммадан ортиқча бўлган қолдиқ суммасини қайтариб олади. Худди шу принцип асосида брокерлик фирмаси ва унинг мижози ўртасида ўзаро муносабатлар ўрнатилади.

4. Қайтма (офсет) шартномавий амални бажариш пули билан фьючерс шартномаси хоҳлаган кунда ёпилиши мумкин. Айнан депозит сертификатига тузилган фьючерснинг харидори клиринг палатаси олдидаги ўз мажбуриятини худди шунга ўхшаш шартномани сотиш пули билан ёпади. Олинган фойда (даромад) ёки бой берилган даромад фьючерснинг сотилиши ва сотиб олиниш баҳолари нисбати билан аниқланади.

5. Агар шартнома (фьючерс) товар етказиб бериш муддатигача ёпилмаган бўлса, у ҳолда мижоз ўз мажбуриятини бажариши лозим, яъни биржа томонидан қарама-қарши позицияси бўлган савдо иштирокчилари ихтиёрий равишда аниқланадиган контр агенти, товарнинг пулини тўлаши ёки товарни етказиб бериши керак. Бунда товарнинг фьючерсдан фарқи шуки, молиявий фьючерс билан боғлиқ ҳолатда қимматли қоғозларни эгасига етказиб бериш ишлари қўлланилмайди.

Якуний муносабатлар савдонинг охирги кунида қўшимча марта суммасини ошириш ёки камайтириш йўли билан ҳал қилинади. Бошқача қилиб айтганда, мижоз фьючерсдан тушган даромад суммасини клиринг палатасидан олади ёки фьючерсдан бой берган даромад суммасини клиринг палатасига ўтказади.

Шундай қилиб, фьючерс ёрдамида бажариладиган савдо, олди-сотди шароитида:

- томонлар мажбуриятининг бажарилиши бўйича қўшимча қабул қилинган кафолат хавф-риски суғурталанади;
- эркин нарх билан олди-сотди қилиш қонунлаштирилади, яъни легализация таъминланади;
- ўзига манфаатли шароитда кредит олиш имконияти бўлади;
- олди-сотди бўйича ҳисоб-китобларда сарфланадиган вақт қисқаради.

Ўзбекистоннинг қонун ҳужжатларига кўра, фьючерс – бу маълум қимматли қоғозлар ва бошқа молиявий воситаларни шартномада белгиланган нархда маълум келажак санада сотиб олиш ёки сотиш учун сўзсиз мажбуриятни тасдиқловчи қимматли қоғоз (шартнома)дир. Базис активи биринчи марта муомалага чиқарилаётган қимматли қоғоз бўлган фьючерсларни чиқаришга йўл қўйилмайди.

Фьючерслар фьючерс эмитентининг ўзи томонидан ёки учинчи шахслар томонидан чиқарилган қимматли қоғозларни харид қилиш ёки сотиш мажбуриятини тасдиқлайди. Фьючерслар ўз ҳуқуқини амалга оширишдан бош тортишни назарда тутувчи опционлардан ёки варрантлардан фарқли равишда, ижро этиш учун мажбурийдир. Фьючерс эгаси қимматли қоғозларни етказиб бериши ёки уни кейинги муомалада бўлиши учун контрагентга сотиши лозим.

Депозитар тилхат – бу фонд бозорларида эркин муомалада бўладиган хорижий компания акцияларининг ҳосилавий қимматли қоғозидир.

Депозитар тилхатлар – номинал қийматга эга бўлмаган қимматли қоғоз бўлиб, у тақдим этиладиган қимматли қоғозларнинг муайян сонига бўлган мулк ҳуқуқини тасдиқлайди ва уни эгасининг ушбу қимматли қоғоз эмитентидан депозитар тилхат ўрнига тақдим этиладиган қимматли қоғозларнинг тегишли сонини олишини ҳамда тақдим этиладиган қимматли қоғозлар билан мустаҳкамланган ҳуқуқларнинг депозитар тилхат эгаси томонидан амалга оширилиши билан боғлиқ хизматлар кўрсатилишини талаб қилиш ҳуқуқини мустаҳкамлайди.

Хорижий компания акциялари йирик депозитар банкда депонентланади ва тилхатлар сертификат (бланк) шаклида муомалага чиқарилади. Депозитар тилхатларни муомалага чиқариш мақсади:

- инвестицион лойиҳаларни амалга ошириш ва компанияни ривожлантириш учун капитал жалб этиш;
- хорижий ва маҳаллий инвесторлар олдида имиджни яратиш, чунки компания акциясига депозитар тилхатларни жаҳонда таниқли ва ишончли банк чиқаради;
- ички бозорда акциянинг курс қийматини ўсиши ва талабнинг ошиши;
- инвесторлар миқёсини кенгайтириш, чет эл портфелли инвесторларини жалб этиш.

Депозитар тилхатларнинг моҳияти:

1. Депозитар тилхат мулкчилик муносабатини намоён этади;
2. Депозитар тилхат ҳосилавий характерга эга;
3. Депозитар тилхат асосида ётувчи капитал халқаро табиатга эга;
4. Депозитар тилхатларни чиқариш ва унинг муомаласи жараёнида пайдо бўладиган иқтисодий муносабатлар иккита (ва ундан ортиқ) ҳуқуқий тизимлар кесимида амалга оширилади.

Варрант – бу эгасига муайян вақт учун ёки муддатсиз шарт билан шартномада кўрсатилган нархда қимматли қоғозни сотиб олиш ҳуқуқини берувчи гувоҳнома (сертификат) дир. У амалдаги капитални иқтисодиётга сафарбар қилиш учун эмас, кўпроқ уларни қайта тақсимлашда кенг қўлланилади.

Айрим ҳолларда варрант қимматли қоғозларни сотиб олишни рағбатлантириш мақсадида улар билан биргаликда берилади. Варрант омборхоналар товарларни сақлаш учун қабул қилинганлигини тасдиқловчи гувоҳнома вазифасини ҳам бажаради. У муайян товарни сотишга ёки кафилликка олинганлигини тасдиқловчи ҳужжат ролини ўйнаши мумкин. Варрант номи ёзилган ва номи ёзилмаган (тақдим этувчига тегишли) кўринишларида бўлади. У қимматли қоғоз бозорларида худди акцияга ўхшаб муомалада бўлади.

Варрант – бу унинг эгаси маълум муддат давомида ёки маълум бир кунда варрантлар эмитенти томонидан дастлабки чиқарилган қимматли қоғозларни харид қилиш ҳуқуқини олганлигини тасдиқловчи ҳужжат. Шундай қилиб, варрантларни чиқариш базис активини ташкил этувчи қимматли қоғозларни чиқариш билан боғланади. Варрантнинг базис активи бўлган қимматли қоғозларнинг бир нашри фақат варрантнинг битта нашрига ҳуқуқ беради.

Варрантлар муомалага чиқарилган ва учинчи шахсларнинг қўлида бўлган ёки эмитентнинг ўзи томонидан сотиб олинган қимматли қоғозлар бўйича чиқарилиши мумкин эмас. Базис активининг баҳоси қимматли қоғозлар номиналидан паст бўлган варрантларнинг эмиссияси таъқиқланади (облигациялар бундан мустасно).

Варрант эмитентлари варрантларнинг дастлабки эгаларига уларни харид қилиш учун тенг нарх шартларини таъминлаши керак. Варрантлар эгалари учун қимматли қоғозларни жойлаштириш нархи ушбу қимматли қоғозларни варрантлар эгаси бўлмаган сармоядор томонидан жойлаштирилиши нархидан фарқ қилиши мумкин. Варрантлар билан операциялар қимматли қоғозларнинг биржа ва биржадан ташқари бозорларида бажарилиши мумкин.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, ҳосилавий қимматли қоғозлар жаҳон фонд бозорида кенг тарқалган спекулятив (иккиламчи) инструмент бўлиб, уларнинг қўлланилиши инвесторлар учун «молиявий ричаг» самарасини, рискларни хеджирлаш, ҳисобкитобларни келгусида амалга ошириш каби аҳамиятларга эга.

Назорат учун саволлар

1. *Молия бозори инструментларини тавсифлаб беринг.*
2. *Молия бозорида улуш ифодаловчи инструментларни изоҳлаб беринг.*
3. *Қарз муносабатини ифодаловчи молиявий инструментларни изоҳлаб беринг.*
4. *Ҳосилавий қимматли қоғозларнинг ўзига хос хусусиятлари нималардан иборат?*
5. *Ҳосилавий қимматли қоғозларнинг бозор баҳосини аниқлашда қандай моделлар қўлланилади?*
6. *Депозит тилхатларининг моҳиятини тушунтириб беринг.*
7. *Колл ва пут опционларнинг ўхшаш ва фарқли жиҳатларини ёритиб беринг.*
8. *Фьючерсларнинг ўзига ҳос хусусиятлари нималардан иборат?*
9. *Фьючерс ва опционнинг ўхшаш ва фарқли жиҳатларини изоҳлаб беринг.*
10. *Ўзбекистонда корпоратив облигацияларни эмиссия қилиш тартибини ёритиб беринг.*

3-БОБ

МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ ПРОФЕССИОНАЛ ИШТИРОКЧИЛАРИ

3.1. Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият

Мамлакатимизда амалга оширилаётган иқтисодий ислоҳотлар қимматли қоғозлар бозорини янада ривожланишини тақазо этади, айниқса мамлакатимизда иккиламчи бозорни ривожланишига катта эътибор берилмоқда. Бунинг учун фонд бозори инфратузилмасини жадал суръатлар билан яратиш мақсадида Инвестиция институтлари ташкил қилина бошланди.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси – қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи юридик шахс ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг мижози (мижоз) – депонент ёки қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг хизматларидан фойдаланувчи бошқа шахс ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият – қимматли қоғозларни чиқариш, жойлаштириш ва уларнинг муомаласи билан боғлиқ хизматлар кўрсатиш бўйича лицензияланадиган фаолият тури ҳисобланади.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан бериладиган лицензия асосида амалга оширилади. Қимматли қоғозлар бозори профессионал қатнашчиларининг ижроя органлари раҳбарлари, шунингдек, уларнинг имзо ҳуқуқига эга ходимлари қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан бериладиган малака гувоҳномаларига эга бўлишлари керак. Малака гувоҳномасининг амал қилиш муддати турли мамлакатларда ҳар хил бўлади, хусусан, Ўзбекистонда – уч йил.

Дунёнинг турли мамлакатларида инвестиция институтларининг фаолият турлари ҳар хил номланади, лекин улар мазмунан ўхшаш. Масалан, жаҳон амалиётида фаолият турлари қуйида-

гича номланиши мумкин: дилер, брокер, бошқарувчи компания, депозитарий, клиринг ва бошқалар.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида эса қуйидаги профессионал фаолият турлари амалга оширилади:

- инвестиция воситачиси фаолияти;
- инвестиция маслаҳатчиси фаолияти;
- инвестиция фонди фаолияти;
- бошқарувчи компания фаолияти;
- депозитарий фаолияти;
- ҳисоб-клиринг палатаси (ташкилоти) фаолияти;
- трансфер-агент фаолияти (лицензияланмайди);
- қимматли қоғозлар бўйича биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси фаолияти.

Қимматли қоғозлар бозорида қонун ҳужжатларига мувофиқ профессионал фаолиятнинг бошқа турлари ҳам амалга оширилиши мумкин, масалан, номинал сақловчи (депозитарий бажаради). Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи инвестиция фонди фақат очиқ акциядорлик жамияти шаклида тузилади.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи юридик шахсларни тузиш, фаолият кўрсатиш ва тугатиш тартиби, ушбу Қонуннинг қоидалари ҳисобга олинган ҳолда, қонун ҳужжатлари билан белгиланади. Лицензия талабгорига унинг аризасига биноан қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни ёки мазкур фаолият турининг бир қисмини амалга ошириш учун берилиши мумкин. Лицензия талабгори бўлган чет эл инвестициялари иштирокидаги корхона қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширишга лицензия берилганлиги учун давлат божи ва лицензия талабгорининг лицензия бериш тўғрисидаги аризасини кўриб чиққанлик учун йиғим тўлашдан озод қилинади. Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга ошириш учун лицензия қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни бирга қўшиб олиб бориш учун белгиланган чекловлар ҳисобга олинган ҳолда берилади.

Қимматли қоғозлар бозори мутахассисининг малака гувоҳномаси бўлган, камида икки ходимга эга юридик шахсларгина (инвестиция фонди бундан мустасно) қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари бўлиши мумкин. Қимматли қоғозлар бозори

мутахассисининг малака гувоҳномаси беш йил муддатга берилади. Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи юридик шахсларнинг ташкил этилиши, фаолияти, қайта ташкил этилиши ва тугатилиши тартиби қонун ҳужжатларида белгиланади. Чет эл ташкилоти томонидан қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият янги юридик шахсни – қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчисини ташкил этиш ёхуд фаолият кўрсатаётган юридик шахснинг – қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг устав капиталида иштирок этиш йўли билан амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни лицензиялаш Ўзбекистон Республикаси «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонуннинг 57-моддасига мувофиқ Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан қимматли қоғозлар бозорида профессионал қатнашчилар рўйхатини олиб борилади. Ушбу марказ лицензияларни беришни Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 9 июлдаги 308-сон қарори билан тасдиқланган «Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни лицензиялаш тўғрисида»ги Низомга мувофиқ амалга оширилади.

2019 йилнинг 31 декабрь ҳолатида қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятга тегишли лицензиялар сони 134 тани ташкил этди, шу жумладан 2019 йилда 4 та лицензия берилган.

Натижада, 2020 йил 1 январь ҳолатида қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга ошириш учун лицензияга эга юридик шахслар сони 81 тани ташкил этди (3.1-жадвал).

3.1-жадвал маълумотларига кўра, 2019 йилда профессионал фаолият юритадиган инвестиция муассасалари жами 134 тани ташкил этган бўлса, шундан 49 таси инвестиция маслаҳатчиси, 44 таси инвестиция воситачилари ҳисобланади. Бундан кўриниб турибдики, мамлакатимизда қимматли қоғозлар профессионал фаолиятни амалга оширадиган ташкилот ушбу иккита муассаса фолиятига тўғри келади.

Инвестиция институтларига нисбатан бир қатор маҳаллий ва хорижий олимларнинг ёндашувлари мавжуд. Жумладан, профессор И.Л.Бутиков таърифига кўра, Инвестиция институтлари – бу қимматли қоғозлар билан ўз фаолиятини асосий фаолият сифатида амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессио-

3.1-жадвал

ЎЗБЕКИСТОН ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИДА ПРОФЕССИОНАЛ ФАОЛИЯТ ЮРИТАДИГАН ИНВЕСТИЦИЯ МУАССАСАЛАРИ[1]

Профессионал фаолият юритадиган инвестиция институтлари	Берилган лицензиялар			2020 йил 1 январь ҳолати
	2017 йил	2018 йил	2019 йил	
инвестиция воситачиси	6	2	0	44
инвестиция маслаҳатчиси	4	2	4	49
инвестиция фонди	0	0	0	9
инвестиция активларини ишончли бошқарувчи	3	0	0	30
қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдоси ташкилотчиси	0	0	0	2
трансфер-агент	0	1	0	0
Ж А М И:	13	5	7	134

нал иштирокчиларидир.[2] Инвестиция институти бўлган юридик шахснинг уставида унинг асосий фаолият тури албатта кўрсатилиши керак (бу Инвестиция институтларини оддий хўжалик юритувчи субъектларидан ажратиб турувчи асосий хусусият). Хорижий мамлакатларда Инвестиция институтлари қимматли қоғозлар бозорида ўз фаолиятини махсус фаолият сифатида амалга оширувчи ташкилот, деб таърифланади .

Шунинг учун фонд бозорида фаолият юритишда ихтисослашган ташкилотлар шаклланиш босқичида ўзларини улар фаолиятининг тақиқланмаган бошқа аниқ Инвестиция институтининг фаолияти билан қўшиб олиб борилишидан олинган даромадлар ҳисобидан қўллаб-қувватлаши ҳеч қандай хавфли эмас. Шу билан бирга, қонун ҳужжатларида қимматли қоғозлар бозоридаги айрим фаолият турларининг биргаликда олиб борилиши тақиқланади. Чунончи, инвестиция маслаҳатчилари, инвестиция фондлари ва бошқарувчи компаниялар ўзларига тегишли фаолият турини қимматли қоғозлар бозоридаги профессионал фаолиятнинг бошқа турлари билан биргаликда олиб бориш ҳуқуқига эга эмас.

[1] *И.Л.Бутиков.* Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. – Т.: «Консаудитинформ», 2001. 184-б.

[2] Ўша манба, ўша жойда.

Реестр сақловчилар ўзларининг қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиш бўйича фаолиятини фонд бозоридаги депозитар фаолиятдан ташқари профессионал фаолиятнинг бошқа турлари билан биргаликда олиб бориши ман этилади. Ушбу чекловлар сармоядорлар ҳуқуқларини ҳимоялаш, уларнинг қимматли қоғозларга инвестиция қилишдаги рискларини камайтириш, инвестиция институти ҳамда мижозлар манфаатининг қўшилиб кетиши ва шу муносабат билан низоли вазиятларнинг содир бўлиши ҳолларига йўл қўймаслик учун зарур. Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозоридаги ҳар хил фаолият турларини бирлаштириш, бир шахснинг ўзига Инвестиция институтининг ҳар хил турдаги сифатида фаолият юритиш учун бир неча лицензияларни бериш йўли билан амалга оширилади.

Инвестиция институтлари сифатида юридик ва жисмоний шахслар қатнашиши мумкин. Юридик шахс ҳисобланган инвестициянинг фаолияти лицензияланиши лозим. Лицензиялар 5 йил муддатга берилади. Инвестиция институтларининг лицензияланиши улар фаолиятининг давлат томонидан назорат қилинишини англатади. Қимматли қоғозлар бозоридаги ҳар бир фаолият турига мазкур бозорни тартибга солувчи органнинг муайян лицензияси тўғри келади. Жисмоний шахслар қимматли қоғозлар бозорида инвестиция маслаҳатчиси ва инвестиция воситачиси сифатида фаолият кўрсатиши мумкин. Ушбу фаолиятни амалга ошириш учун жисмоний шахслар маҳаллий ҳокимият идораларида тадбиркорлар сифатида рўйхатга олиниши ҳамда фонд бозорини тартибга солувчи орган томонидан бериладиган малака шаҳодатномасига ва лицензияга эга бўлиши лозим. Малака шаҳодатномаси 3 йил муддатга берилади.

Инвестиция институтларининг иккинчи ўзига хос хусусияти шундаки, уларни ходимларининг асосий таркиби, хусусан:

- Инвестиция институтларининг раҳбарлари;
- Инвестиция институтларининг қимматли қоғозлар билан Инвестиция институти номидан битимлар тузишда бевосита иштирок этувчи, шунингдек, мижозлар билан ишловчи мутахассислар фонд бозорининг аҳволи учун масъул бўлган органда мажбурий равишда шаҳодатлашдан ўтишлари керак.

Инвестиция институтида фаолият юритувчи ва қимматли қоғозлар билан операцияларни бажаришга доир ҳужжатларга имзо

чекиш ҳуқуқига эга бўлган шаҳодатлашдан ўтган мутахассислар камида иккита хусусиятга эга бўлиши зарур.

Профессор Ш.Ш.Шоҳаъзамийнинг ёндашувига кўра, инвестиция институти – бу молиянинг алоҳида фаолият соҳаси бўлиб, молия бозорининг фонд сегментида қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар бўйича малакали ҳизматлар кўрсатувчи молиявий институт ҳисобланади. Бошқача қилиб айтилганда, фонд (қимматли қоғозлар) бозорида профессионал фаолият қимматли қоғозларни ҳаёт циклидаги жараёнда содир (талаб) бўладиган хизматларни белгиланган тартибда кўрсатиш бўйича тадбиркорлик фаолияти ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бозорида бундай фаолиятни ихтисослашган юридик шахс мақомига эга бўлган, турли мулкчилик шаклида тузилган, махсус лицензияга (рухсатномага) эга бўлган инвестиция институтлари амалга оширади.[1] Фикримизча, инвестиция институти – бу қимматли қоғозлар бозорида воситачи ҳисобланган брокер, инвестиция маслаҳатчиси, инвестиция компанияси ёки инвестиция фонди сифатида фаолият кўрсатувчи профессионал иштирокчилар ҳисобланади.

Инвестиция институтлари хусусиятларига кўра, фонд бозори инфратузилмаси таркибида алоҳида профессионал иштирокчи сифатида фаолият юритади. Бунда улар қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда молиявий ресурслар (жамғармалар) ва инструментлар (қимматли қоғозлар) билан боғлиқ операциялар институтлари, молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори ва ҳисобчиси, мос равишда йирик инвестициялар манбаи, институционал инвестор, профессионал эмитент ва воситачи сифатида намоён бўлиши мумкин.

Кўриниб турибдики, инвестиция институтлари банклар ва сугурта компаниялари билан бир қаторда молия бозорининг профессионал, ўта зарур, фойдали ва энг салмоқли қатнашчиларидан ҳисобланади.

Бу эса молия бозорининг, рисксизлик, жозибадорлик, барқарорлик, молиявий хавфсизлик даражасини таъминлашга, самарали инвестицион фаолиятни ва жараённи сифатини оширишга хизмат қилади.

---

[1] *Ш.Ш.Шоҳаъзамий.* Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т.: «Иқтисод-молия», 2007. 117-б.

Шундай қилиб, инвестиция институтлари умуман иқти
диётда, хусусан, қимматли қоғозлар (фонд) бозорида қуйид
ролларни бажаради:

- иқтисодиёт субъектлари ва аҳолига қимматли қоғозлар
лан боғлиқ операциялар бўйича профессионал хизмат
кўрсатувчи институтлар;
- молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори, йи
инвестициялар манбаи;
- институционал инвестор (белгиланган тартибда);
- қимматли қоғозлар эмитенти (белгиланган тартибда).

Ҳозирда ривожланган мамлакатлардаги инвестиция инсти
лари операциялари жаҳон фонд бозорларининг барча қисм
қамраб олган (3.2-жадвал).

3.2 - ж а д

ЎЗБЕКИСТОН ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИДА ПРОФЕССИОНАЛ ФАОЛИЯТ УЧУН УМУМИЙ АМАЛДАГИ ЛИЦЕНЗИЯЛАР[1]

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият учун умумий амалдаги лицензиялар	2017 йил		2018 йил		2019 йил	
	лицензиялар сони	шахслар сони	лицензиялар сони	шахслар сони	лицензиялар сони	шахс со
	128	74	130	76	134	7

3.2-жадвал маълумотларига кўра, 2017 йилда қимматли қо
лар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчилар с
128 тани ташкил этган бўлса, 2019 йилга келиб 134 тага ет
Хулоса қилиш мумкинки, қимматли қоғозлар бозорида проф
сионал фаолиятни амалга оширувчи юридик шахслар ўсиб бо
тенденциясига эга.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида профессионал ф
лиятни амалга оширадиган шахс (лицензия талабгори)нин
маблағлари миқдорига тенг бўлган тўловларни тўлайди, ли
зия олишга ариза беради ва профессионал фаолиятни норма
ҳужжатларга мувофиқ амалга оширади. Ўзбекистон Респ
ликаси Вазирлар Маҳкамасининг 2008 йил 28 июлдаги
сонли «Қимматли қоғозлар бозори инфратузилмасини рив
лантиришга оид қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги қар
ва бошқа қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозлар

[1] Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш
кази маълумотлари асосида тайёрланди.

зорида профессионал фаолиятни бирга қўшиб олиб боришга доир чеклашлар ва бирга қўшиб олиб бориш тартиби, қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг мажбурий нормативлар тизими ўрнатилган.

Амалдаги қонунчиликка асосан, қимматли қоғозлар бозорида қуйидаги профессионал фаолиятни бирга қўшиб, олиб бориш йўлга қўйилади:

а) инвестиция воситачисини (брокерни, дилерни) инвестиция маслаҳатчиси, инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси, депозитарий, трансфер-агент профессионал фаолияти билан;

б) инвестиция маслаҳатчисини инвестиция воситачиси, инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси, депозитарий, трансфер-агент профессионал фаолияти билан;

в) депозитарийни инвестиция воситачиси, инвестиция маслаҳатчиси, инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси, трансфер-агент профессионал фаолияти билан;

г) ҳисоб-китоб клиринг палатасини қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдоси ташкилотчиси профессионал фаолияти билан;

д) трансфер-агентни инвестиция воситачиси, инвестиция маслаҳатчиси, инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси, депозитарий профессионал фаолияти билан;

е) қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдоси ташкилотчисини ҳисоб-китоб клиринг палатаси профессионал фаолияти билан бирга қўшиб олиб боришга йўл қўйилади.

3.2. Инвестиция воситачиси, маслаҳатчиси, уларнинг ўзига хос хусусиятлари

Инвестиция воситачилари (брокер, дилерлар ва маркет-мейкерлар) фонд бозорининг профессионал иштирокчилари ичида кўп сонли ва энг тажрибали гуруҳни ташкил этади.

Инвестиция воситачиси – бу мижознинг топшириғига биноан, мижоз номидан ва унинг ҳисобидан қимматли қоғозларга доир битимлар ҳамда операцияларни амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчисидир.

Инвестиция воситачиси мижозларининг қимматли қоғозлари ва пул маблағлари, агар қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан бошқача қоида белгиланмаган бўлса, инвестиция воситачисининг ўз ҳисоб варақларидан алоҳида ҳисоб варақларда туриши керак. Инвестиция воситачиси ҳар бир мижознинг қимматли қоғозлари ва пул маблағлари ҳисобини юритиши, қимматли қоғозларга доир битимлар ва операцияларни мижоз билан тузилган шартномага мувофиқ амалга ошириши, тузилган битимлар ва амалга оширилган операциялар тўғрисида унга ҳисобот бериши шарт. Инвестиция воситачиси мижозларнинг қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотишга буюртма бериш борасидаги топшириқларини виждонан ҳамда уларнинг келиб тушиши тартибида бажариши керак. Мижозларнинг топшириғига биноан амалга ошириладиган битимлар инвестиция воситачисининг ўз дилерлик операцияларига нисбатан устун равишда бажарилиши керак. Агар инвестиция воситачиси томонидан тегишли топшириқ олингунига қадар инвестиция воситачиси ва унинг мижози ўртасидаги мижоз хабардор қилинмаган манфаатлар тўқнашуви мижозга зарар етказилишига олиб келса, инвестиция воситачиси зарарнинг ўрнини қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда қоплаши шарт.

Инвестиция воситачиси томонидан инвестиция воситачиси сифатидаги фаолиятни тўхтатиб туриш, тугатиш тўғрисида қарор қабул қилинган ёки у тугатилган тақдирда, тегишли ахборот қарор қабул қилинган пайтдан эътиборан икки иш куни ичида оммавий ахборот воситаларида ва фонд биржасининг расмий веб-сайтида эълон қилинади. Инвестиция воситачиси сифатида ўз фаолиятини тўхтатиб тураётган, тугатаётган ёки тугатилаётган инвестиция воситачисида ҳисоби юритилаётган қимматли қоғозлар мижознинг қарорига кўра, бир ҳафталик муддатда бошқа инвестиция воситачисига ўтказилади, бундай қарор мавжуд бўлмаган тақдирда эса, қимматли қоғозларнинг эгаси танлаган инвестиция воситачисига қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан белгиланган муддатларда кейинчалик ўтказиш учун Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсига (фаолиятни тўхтатиб туриш ҳоллари бундан мустасно) ўтказилади.

Маҳаллий профессор И.Л.Бутиков таърифига кўра, инвестиция воситачиси – бу қимматли қоғозлар бозорида брокерлик ва дилер-

лик фаолиятини амалга оширувчи инвестиция муассасасидир.[1] Инвестиция воситачилари исталган ташкилий ҳуқуқий шаклда барпо этилиши ҳамда ўз фаолиятини қимматли қоғозларнинг биржа ва биржадан ташқари бозорларида амалга ошириши мумкин. Жисмоний шахслар ҳам инвестиция воситачиси сифатида иштирок эта олади. Бунинг учун улар жойлардаги давлат ҳокимияти идораларида (яшаш жойидаги ҳокимиятларда) рўйхатдан ўтишлари, якка меҳнат фаолияти учун тегишли рухсатномага, қимматли қоғозлар билан операциялар қилиш учун малака шаҳодатномасига эга бўлиши ва фонд биржасида брокерлик жойини сотиб олиши (биржанинг тўлиқ ҳуқуқли аъзоси бўлиши) лозим.

Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида» ги қонунининг янги таҳрири ва «Тошкент» Республика фонд биржасининг Низомига кўра, брокер қуйидаги мажбуриятларга эга:

- уларга берилган топшириқни шахсан ўзи бажариши, агар шартномада бошқа нарса кўзда тутилмаган бўлса ёки мижознинг манфаатларини ҳимоялаш зарурати билан боғлиқ бўлган вазиятлар туфайли бошқа нарса келиб чиқмаса;
- мижознинг талабига кўра унга топшириқнинг бажарилиш жараёни ҳақида ахборот бериш;
- мижозга топшириқни бажариш борасида амалга оширилган битимлар бўйича олинган барча натижаларни зудлик билан топшириш;
- топшириқ бажарилганидан кейин дарҳол мижозга амал қилиш муддати тугалланмаган ишонч қоғозини қайтариш ва, агар шартнома шартлари ҳамда топшириқнинг хусусиятига кўра талаб этилса, оқловчи ҳужжатлар илова қилинган ҳисоботни тақдим этиш;
- агар мижознинг битим нархини тўлашига ишонч бўлмаса, қимматли қоғозларни харид қилиш учун топшириқ шартномасини тузмаслик;
- агар мижоз ҳақиқатан ҳам ушбу қимматли қоғозларга ва уларни топшириқ берилган вақтдан бошлаб 5 иш куни ичида инвестиция воситачиси ихтиёрига топширишининг ка-

[1] *И.Л.Бутиков.* Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. – Т.: «Консаудитинформ», 2001. 188-б.

фолати бўлмаса, қимматли қоғозларни сотиш учун топшириқ шартномасини тузмаслик;

- битим бажарилганидан кейин ёки топшириқнинг амал қилиш муддати тугаши билан мижозга қимматли қоғозлар билан битимларнинг тузилганлиги ёхуд тузилмаганлиги ва унинг натижалари ҳақида зудлик билан хабар қилиш;
- мижоз номидан қимматли қоғозлар билан кетма-кет операцияларни бажариш учун ёки мижознинг активларини бошқариш ҳақида мижоздан ишонч қоғозини олиш чоғида ишонч қоғозида келишилган ваколатлар доирасига қатъий амал қилиш, ишонч қоғозида мижоз ва брокернинг ўзаро муносабатларига тааллуқли барча шартлар белгиланиши лозим.

Мижоз брокерга, агар бу мижознинг манфаатлари учун зарур бўлса, шартномада берилган кўрсатмалардан четга чиқиш ҳуқуқини бериши мумкин. Брокер бу ишни олдиндан талаб қилиш билан ёки у сиз, аммо мижозга жуда қисқа муддат ичида албатта хабар қилиш билан амалга ошириши мумкин.

Ўз навбатида, мижозлар брокерларни топшириқни бажариш учун зарур бўлган маблағлар билан таъминлаши, брокер томонидан шартномага мувофиқ бажарилган ишларни (масалан, харид қилинган қимматли қоғозларни, расмийлаштирилган ҳужжатларни) зудлик билан қабул қилиши, топшириқни бажаришда брокер томонидан кўрилган харажатларни қоплаши, шундан кейин эса, агар кўзда тутилган бўлса, брокерга мукофот пулини тўлашга мажбур. Мижоз ва унинг ишончли шахси топшириқ шартномасига кўра бир томонлама тартибда шартнома бажарилгунга қадар унинг ҳаракатини тўхтатиб қўйиш ҳуқуқига эга.

Дилерлик фаолияти – бу қимматли қоғозлар олди-сотдисига доир битимларни ўз номидан ва ўз ҳисобидан муайян қимматли қоғозларни харид қилиш ва (ёки) сотиш нархларини очиқчасига эълон қилиш йўли билан ушбу қимматли қоғозларни эълон қилинган нархлар бўйича харид қилиш ва (ёки) сотиб олиш мажбурияти билан амалга оширишдир. Дилерларнинг мажбурияти қуйидагилардан иборат:

- қимматли қоғозлар билан битимлар тузилгунга қадар қимматли қоғозларни харид қилиш ва сотишнинг қатъий бошланғич нархларини очиқча эълон қилиш;

- уларга қимматли қоғозларни харид қилиш ёки сотиш таклифи билан мурожаат қилган шахслар билан қимматли қоғозларнинг олдиндан эълон қилинган нархлари ва миқдорига мувофиқ битимлар тузиш ҳамда бундай битимларни тузишдан бўйин товламаслик.

Дилерлар нархлардан ташқари қимматли қоғозлар олди-сотдисига доир шартноманинг бошқа муҳим шартларини ҳам эълон қилиши мумкин: харид қилинадиган қимматли қоғозларнинг энг кам ва энг кўп миқдори, шунингдек, эълон қилинган нархларнинг амал қилиш муддати. Эълонда муҳим шартлар мавжуд бўлмаган ҳолларда дилерлар мижозлар томонидан таклиф этилган муҳим шартларда шартнома тузишга мажбур.

Битим тузилгунга қадар инвестиция воситачиси ўз мижозига ёзма равишда қуйидаги ахборотни маълум қилиши керак:

- муайян битим ва хизмат кўрсатишни амалга ошириш туфайли у шуғулланадиган қимматли қоғозлар бўйича профессионал фаолият тури;
- дилерлик йиғими, воситачилик мукофоти, маслаҳат хизматлари учун тўловларнинг миқдори (ставкалари);
- улар томонидан қимматли қоғозлар билан профессионал фаолиятни амалга ошириш учун олинган лицензиянинг рақами ва у берилган сана.

Қимматли қоғозлар билан битимлар тузишда мижоз ва инвестиция воситачиси қуйидаги шартлар бўйича бир келишувга келиши лозим:

- қимматли қоғозларнинг тури ва тўлиқ номи;
- қимматли қоғозларни ўтказиш ҳамда улар нархини тўлаш муддати ва усули, агар битим бўйича тижорат рисклари мавжуд бўлса, уларни суғурталаш шартлари;
- битимни бажарганлик учун воситачилик мукофотининг миқдори. Инвестиция воситачилари мижознинг биринчи талабига кўра унинг топшириғи бўйича тузилган қимматли қоғозларнинг олди-сотди шартномасини тақдим этиши ва унинг эътиборига (битим бўйича ўз ҳисоботларида) қуйидаги ахборотни ҳавола этиши шарт:
- харид қилинган ёки сотилган қимматли қоғозларнинг тўлиқ номи ва уларнинг давлат рўйхатига олинган рақами;

- харид қилинган ёки сотилган қимматли қоғозларнинг миқдори ва уларнинг номинал қиймати;
- битим нархи;
- дилерлик йиғими, воситачилик (брокерлик) мукофот пулининг суммаси, маслаҳат хизматлари учун тўловлар ҳамда бошқа йиғимлар ва тўловлар;
- мазкур битим бўйича тўланган солиқлар ва бошқа мажбурий тўловлар суммаси;
- ҳисоб-китобларни амалга ошириш, сотиб олинган қимматли қоғозларни етказиб бериш тартиби, вақти ва усуллари.

Маркет-мейкер – бу қимматли қоғозларга доир нархлар, талаб ва таклиф даражасини сақлаб туриш учун биржа битимларини тузиш мажбуриятини ўз зиммасига олган инвестиция воситачисидир. Маркет-мейкернинг мажбуриятлари қуйидагилардан иборат:

- маркет-мейкерлик хизматларини амалга оширишнинг бутун даври давомида хусусий капитал миқдорига нисбатан қўйиладиган талабларни бажариш;
- шартнома ва савдолар ташкилотчисининг Қоидаларига мувофиқ зиммасига олган барча мажбуриятларни бажариш;
- фақатгина ўз номидан ва ўз ҳисобидан битимлар тузиш, қарз маблағлари ҳисобига битимлар тузиш;
- савдолар ташкилотчиси томонидан ўрнатилган нарх диапазонларидан чиқмаган ҳолда, талаб ва таклиф асосида, ўзи котировкасини амалга ошираётган қимматли қоғозларнинг иккиёқлама котировкасини таъминлаш;
- ҳар бир савдо сессияси учун ўрнатилган қимматли қоғозлар ва пул маблағлари миқдори лимитларини доимий равишда таъминлаш;
- ҳар бир савдо сессиясининг бошланишида қимматли қоғозларнинг қатъий белгиланган бошланғич сотиб олиш ва сотиш нархларини эълон қилиш;
- ўзи томонидан савдо тизимига киритилган қатъий белгиланган сотиб олиш ва сотиш нархлари асосида битимлар тузиш;
- савдо ташкилотчисининг қоидалари ва қонун ҳужжатларида кўзда тутилган бошқа талабларни бажариш.

Иқтисодий адабиётда ва амалиётда қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг номланиши билан боғлиқ атамавий англашилмовчиликлар кузатилади. Баъзан «брокер»

деганда фонд бозорида тегишли фаолият турини амалга оширувчи инвестиция муассасаси, айрим ҳолларда эса, фонд биржасида ёки биржадан ташқари бозорда инвестиция муассасасининг манфаатларини намоён қилувчи инвестиция муассасасининг муайян вакили (ходими) тушунилади. Қатор ҳолатларда «брокер» тушунчаси билан фонд биржасида ишловчи, қимматли қоғозлар билан якка тартибда меҳнат фаолиятини олиб боришга рухсат олган жисмоний шахсни боғлашади. Атамаларни тартибга келтириш мақсадида фонд бозорининг халқаро ва мамлакатимиз тажрибаларининг устун тамойилларини инобатга олган ҳолда қуйидаги тушунчаларни қўллаш мақсадга мувофиқ бўлар эди:

- *инвестиция брокери* – ташкилотнинг инвестиция воситачиси бўлган ходими;
- *инвестиция воситачиси* – юридик шахс – қимматли қоғозлар бозорида брокерлик (ва дилерлик) фаолиятини амалга оширувчи инвестиция муассасаси;
- *якка тартибдаги инвестиция воситачиси* – махсус шаҳодатлашдан ўтган, маҳаллий ҳокимият идораларида қимматли қоғозларнинг биржа бозорида якка тартибдаги брокерлик ва дилерлик фаолиятини юритишга рухсат олган жисмоний шахс.

Инвестиция маслаҳатчиси – бу маслаҳат фаолияти билан шуғулланувчи инвестиция муассасасидир. Маслаҳат фаолияти қимматли қоғозлар бозори ва унинг иштирокчилари аҳволини таҳлил ва тахмин қилиш, молиявий воситаларни экспертизадан ўтказиш, ишлаб чиқиш ва тавсиялар бериш бўйича хизматлар кўрсатишни, қимматли қоғозларни чиқариш, жойлаштириш ҳамда уларнинг муомалада бўлиши, мутахассисларни қайта тайёрлаш, шунингдек, юридик ва жисмоний шахслар томонидан инвестиция сиёсатини амалга ошириш масалалари бўйича маслаҳат хизматлари кўрсатишни назарда тутади. Инвестиция муассасаларининг бошқа турларидан фарқли ўлароқ, инвестиция маслаҳатчиси сифатида юридик ёки жисмоний шахслар иштирок этиши мумкин.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида инвестиция маслаҳатчиси фаолиятининг ўзига хос хусусияти шундан иборатки, у имкониятли сармоядорга муайян қимматли қоғозларни харид қилиш ёки сотиш бўйича тавсиялар бериш ҳуқуқига эга эмас, фақатгина унга мустақил қарор қабул қилиш учун зарур бўлган ахборотни бериши мумкин.

- харид қилинган ёки сотилган қимматли қоғозларнинг миқдори ва уларнинг номинал қиймати;
- битим нархи;
- дилерлик йиғими, воситачилик (брокерлик) мукофот пулининг суммаси, маслаҳат хизматлари учун тўловлар ҳамда бошқа йиғимлар ва тўловлар;
- мазкур битим бўйича тўланган солиқлар ва бошқа мажбурий тўловлар суммаси;
- ҳисоб-китобларни амалга ошириш, сотиб олинган қимматли қоғозларни етказиб бериш тартиби, вақти ва усуллари.

Маркет-мейкер – бу қимматли қоғозларга доир нархлар, талаб ва таклиф даражасини сақлаб туриш учун биржа битимларини тузиш мажбуриятини ўз зиммасига олган инвестиция воситачисидир. Маркет-мейкернинг мажбуриятлари қуйидагилардан иборат:

- маркет-мейкерлик хизматларини амалга оширишнинг бутун даври давомида хусусий капитал миқдорига нисбатан қўйиладиган талабларни бажариш;
- шартнома ва савдолар ташкилотчисининг Қоидаларига мувофиқ зиммасига олган барча мажбуриятларни бажариш;
- фақатгина ўз номидан ва ўз ҳисобидан битимлар тузиш, қарз маблағлари ҳисобига битимлар тузиш;
- савдолар ташкилотчиси томонидан ўрнатилган нарх диапазонларидан чиқмаган ҳолда, талаб ва таклиф асосида, ўзи котировкасини амалга ошираётган қимматли қоғозларнинг иккиёқлама котировкасини таъминлаш;
- ҳар бир савдо сессияси учун ўрнатилган қимматли қоғозлар ва пул маблағлари миқдори лимитларини доимий равишда таъминлаш;
- ҳар бир савдо сессиясининг бошланишида қимматли қоғозларнинг қатъий белгиланган бошланғич сотиб олиш ва сотиш нархларини эълон қилиш;
- ўзи томонидан савдо тизимига киритилган қатъий белгиланган сотиб олиш ва сотиш нархлари асосида битимлар тузиш;
- савдо ташкилотчисининг қоидалари ва қонун ҳужжатларида кўзда тутилган бошқа талабларни бажариш.

Иқтисодий адабиётда ва амалиётда қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг номланиши билан боғлиқ атамавий англашилмовчиликлар кузатилади. Баъзан «брокер»

деганда фонд бозорида тегишли фаолият турини амалга оширувчи инвестиция муассасаси, айрим ҳолларда эса, фонд биржасида ёки биржадан ташқари бозорда инвестиция муассасасининг манфаатларини намоён қилувчи инвестиция муассасасининг муайян вакили (ходими) тушунилади. Қатор ҳолатларда «брокер» тушунчаси билан фонд биржасида ишловчи, қимматли қоғозлар билан якка тартибда меҳнат фаолиятини олиб боришга рухсат олган жисмоний шахсни боғлашади. Атамаларни тартибга келтириш мақсадида фонд бозорининг халқаро ва мамлакатимиз тажрибаларининг устун тамойилларини инобатга олган ҳолда қуйидаги тушунчаларни қўллаш мақсадга мувофиқ бўлар эди:

- *инвестиция брокери* – ташкилотнинг инвестиция воситачиси бўлган ходими;
- *инвестиция воситачиси* – юридик шахс – қимматли қоғозлар бозорида брокерлик (ва дилерлик) фаолиятини амалга оширувчи инвестиция муассасаси;
- *якка тартибдаги инвестиция воситачиси* – махсус шаҳодатлашдан ўтган, маҳаллий ҳокимият идораларида қимматли қоғозларнинг биржа бозорида якка тартибдаги брокерлик ва дилерлик фаолиятини юритишга рухсат олган жисмоний шахс.

Инвестиция маслаҳатчиси – бу маслаҳат фаолияти билан шуғулланувчи инвестиция муассасасидир. Маслаҳат фаолияти қимматли қоғозлар бозори ва унинг иштирокчилари аҳволини таҳлил ва тахмин қилиш, молиявий воситаларни экспертизадан ўтказиш, ишлаб чиқиш ва тавсиялар бериш бўйича хизматлар кўрсатишни, қимматли қоғозларни чиқариш, жойлаштириш ҳамда уларнинг муомалада бўлиши, мутахассисларни қайта тайёрлаш, шунингдек, юридик ва жисмоний шахслар томонидан инвестиция сиёсатини амалга ошириш масалалари бўйича маслаҳат хизматлари кўрсатишни назарда тутади. Инвестиция муассасаларининг бошқа турларидан фарқли ўлароқ, инвестиция маслаҳатчиси сифатида юридик ёки жисмоний шахслар иштирок этиши мумкин.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида инвестиция маслаҳатчиси фаолиятининг ўзига хос хусусияти шундан иборатки, у имкониятли сармоядорга муайян қимматли қоғозларни харид қилиш ёки сотиш бўйича тавсиялар бериш ҳуқуқига эга эмас, фақатгина унга мустақил қарор қабул қилиш учун зарур бўлган ахборотни бериши мумкин.

Инвестиция маслаҳатчилари қуйидаги фаолият турларини амалга оширади:

- акциядорлик жамиятларини ташкил этиш ҳамда қимматли қоғозларни муомалага чиқариш концепцияларини ишлаб чиқиш, эмиссия проспектини тайёрлаш, эмиссия проспектини давлат томонидан ваколатланган органларда рўйхатдан ўтказишга кўмаклашиш;
- давлат корхоналарини акциядорлик жамиятларига айлантириш билан боғлиқ ишларни тайёрлаш ва уларни амалга ошириш, таъсис ҳужжатларининг лойиҳаларини ишлаб чиқиш ҳамда уларни рўйхатдан ўтказишга кўмаклашиш, қимматли қоғозлар эмиссиясини депозитарийда рўйхатдан ўтказиш, хусусийлаштирилаётган корхонанинг акциялаштириш ва шунга ўхшаш масалалар бўйича манфаатларини давлат бошқарувининг барча идораларида ифода этиш;
- касбга ўқитиш (қимматли қоғозлар бозори соҳасида мутахассисларни тайёрлаш ва қайта тайёрлаш);
- эмитентлар, сармоядорлар, инвестиция муассасалари бўйича маълумотлар базасини яратиш, қимматли қоғозлар бозорининг иштирокчиларига ахборот хизматларини кўрсатиш: махсус бюллетенлар, ахборотномалар чиқариш, буюртма бўйича эмитентларнинг фаолияти, уларнинг қимматли қоғозлари ҳақидаги ахборотни тақдим этиш, воситачини танлаш бўйича тавсиялар бериш ва ҳ.к.
- мижознинг топшириғига кўра у ёки бу қимматли қоғозларнинг реклама қилинишини ташкил этиш;
- эмитентлар, инвестиция муассасаларининг фонд бозоридаги фаолияти билан боғлиқ консалтинг хизматлари (контрагентлар, кадрларни танлаш ва жой-жойига қўйиш, акциядорларнинг умумий йиғилишини ўтказиш бўйича тавсиялар бериш);
- қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларига ушбу бозорга оид қонун ҳужжатлари бўйича маслаҳатлар бериш;
- қимматли қоғозларнинг биржа савдоларига киритилишига, шу жумладан, листинг тадбиридан ўтиш учун зарур бўлган ҳужжатларни тайёрлашга ёрдам кўрсатиш;
- инвестиция лойиҳаларини ишлаб чиқиш ва уларни экспертизадан ўтказиш;
- қимматли қоғозлар бозоридаги вазиятни таҳлил қилиш (нархнинг вужудга келиши, бозор конъюнктурасини тахмин қи-

лиш, қимматли қоғозлар билан операциялар қилиш имконияти ва ҳ.к.);

- битимларни тузишда қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларининг манфаатларини ифода қилиш, контрагентлар ўртасидаги низоларни бетараф ҳакам сифатида бартараф этиш;
- инвестицияни амалга ошириш учун эмитентни ва унинг қимматли қоғозларини баҳолаш;
- сармоядорнинг лойиҳада иштирок этишдан бош тортганлиги муносабати билан инвестиция маблағларини қайтариш бўйича хизматлар кўрсатиш.

Трансфер-агент – қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш тизимига тааллуқли ҳужжатларни қабул қилиш, уларга ишлов бериш ва уларни топшириш бўйича хизматлар кўрсатувчи юридик шахс. Қимматли қоғозлар бозорида трансфер-агент сифатида профессионал фаолиятни амалга ошириш учун қуйидагиларга эга бўлиш керак:

- қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органининг тегишли лицензиясига эга бўлиш;
- қимматли қоғозлар бозори мутахассисининг малака гувоҳномаси бўлган камида икки ходимга эга бўлиш;
- қонун ҳужжатлари билан ўз маблағлари миқдорига қўйилган талабларга амал қилинишини таъминлаш;
- қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонун ҳужжатларига риоя этиш;
- қонун ҳужжатларида белгиланган бошқа талабларни бажариш зарур.

Трансфер-агент, инвесторларга, қимматли қоғозлар эгаларига ва эмитентларга улар билан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тузилган шартнома шартларига мувофиқ хизмат кўрсатади. Трансфер-агентнинг мижоз билан шартнома тузиш шартлари қонун ҳужжатларига мувофиқ тартибга солинади. Ўзининг мижоз олдидаги мажбуриятларини бажариш вақтида трансфер-агент мижознинг манфаатларини кўзлаб иш тутиши лозим. Манфаатлар тўқнашуви содир бўлган вазиятда трансфер-агент мижозни хабардор қилиши ва биринчи навбатда ўзининг мижоз олдидаги мажбуриятларини бажариши лозим.

Инвестиция компанияси – бу қимматли қоғозларни чиқариш, қимматли қоғозларга маблағлар сарфлаш, қимматли қоғозларни ўз

номидан ва ўзи ҳисобидан олиш-сотиш ишларини амалга оширувчи юридик шахсдир.

Инвестиция компаниялари ўз ресурсларини фақат муассисларнинг маблағлари ва қайта инвестицияланган ўз маблағлари ҳисобидан шакллантиради ҳамда юридик ва жисмоний шахсларга сотиладиган ўз қимматли қоғозлари эмиссиясини амалга оширади.

Инвестиция компанияларининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

1. Қимматли қоғозларни чиқаришни ташкил этиш ва эмитентга (муассисларга) уларнинг жойлаштирилиши кафолатини бериш.

2. Қимматли қоғозларга инвестициялар қилиш.

3. Қимматли қоғозлар билан ўз ҳисобидан ва шахсий таваккалчилик асосида операциялар (олди-сотди) қилиш (дилерлик фаолияти).

Инвестиция компанияси фаолиятининг асосий йўналишларидан бири андеррайтинг – қимматли қоғозларни харид қилиш ёки уларни сармоядорлар ўртасида жойлаштириш кафолатини бериш ҳисобланади. Андеррайтингга қуйидагилар киради: қимматли қоғозларни чиқариш шартларини белгилаш, уларнинг янги нашрларини тайёрлаш, қимматли қоғозларни кейин сармоядорларга қайта сотиш учун эмитентлардан сотиб олиш, уларни жойлаштириш кафолатини бериш, янги нашрларга обуна қилиш бўйича синдикатлар ёки сотиш бўйича гуруҳлар ташкил этиш.

Андеррайтер – бу қимматли қоғозларга хизмат кўрсатувчи ва уларнинг бирламчи жойлаштирилишига кафолат берувчи, қимматли қоғозларни кейинчалик хусусий сармоядорларга қайта сотиш учун эмитентдан сотиб олувчи инвестиция муассасасидир.

Инвестиция компаниялари томонидан андеррайтингнинг амалга оширилишини қуйидаги асосий босқичларга бўлиш мумкин: қимматли қоғозларни муомалага чиқаришга тайёрлаш, шу жумладан, эмитент ва бунга кўмаклашувчи бошқа ташкилотлар билан ҳамкорликда нашрларни режалаштириш, муомалага чиқариладиган қимматли қоғозларни баҳолаш, эмитент ҳамда назарда тутилаётган сармоядорлар ўртасида алоқаларни ўрнатиш ва бошқалар; қимматли қоғозларни тақсимлаш, шу жумладан, эмиссиянинг бир қисмини ёки бутун суммасини сотиб олиш, қимматли қоғозларни сармоядорларга сотиш, мазкур қимматли қоғозни жойлаштириш вақтида унинг бозор нархини қўллаб-қувватлаш; сотилгандан

кейинги даврда қимматли қоғознинг курсини маълум вақт мобайнида қўллаб-қувватлаш (одатда бир йил); шунингдек, қимматли қоғознинг курс қиймати ўзгаришини таҳлил ва назорат қилиш, унга таъсир этувчи омилларни аниқлаш.

Андеррайтингни амалга ошириш учун инвестиция компаниялари эмиссия синдикатларига қимматли қоғозлар нашрини ва унинг кафолатли жойлаштирилишини ташкил этувчи андеррайтерлар гуруҳига бирлашишлари мумкин. Эмиссия синдикатлари, одатда, муайян вақтга (жойлаштириш даврига), хўжалик бирлашуви ва юридик шахс мақомини рўйхатдан ўтказмаган ҳолда ташкил этилади. Бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда эмиссия синдикатларига кирувчи инвестиция компанияларининг сони бир неча юзтага етиши мумкин. Синдикат аъзолари қандайдир бир қимматли қоғозни жойлаштириш борасида муваффақиятли ҳамкорлик қилиши ва фонд бозорининг бошқа участкаларида рақобатлашиши мумкин. Ўзбекистонда андеррайтинг фаолияти фақатгина Ўзбекистон Республикаси ташқи иқтисодий фаолият миллий банки томонидан амалга оширилади.

Инвестиция компанияларининг ўзига хос хусусияти шундан иборатки, улар аҳоли билан ишлаш (ўзларининг жалб этилган маблағларини аҳоли омонатлари ва маблағлари ҳисобидан шакллантириш) ҳуқуқига эга.

Инвестиция муассасаси томонидан унинг ихтиёрига топширилган, лекин бошқа шахсга тегишли бўлган қимматли қоғозлар, қимматли қоғозларга инвестиция қилинадиган пул маблағлари, шунингдек, қимматли қоғозларни бошқариш жараёнида олинадиган пул маблағлари ва қимматли қоғозларни муайян вақт мобайнида мукофот эвазига ўз номидан ишончли бошқаришнинг амалга оширилиши қимматли қоғозларни бошқариш бўйича фаолият ҳисобланади.

Депозитарий – бу қимматли қоғозларни сақлаш ва қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш бўйича фаолиятни амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг муассасасидир. Депозитарийлардаги нақдсиз ҳисобга олиш қимматли қоғозларнинг моддий жойлаштирилиши заруратини истисно этувчи рўйхатларнинг компьютерлашган тизими орқали битим бўйича ҳисоб-китобларни бажариш жараёнини англатади. Нақдсиз ҳисобга

олиш компьютерлашган тизими иккита муҳим шартга риоя этилишини назарда тутади: қимматли қоғозларни ҳаракатсизлантириш ва уларни моддийсизлантириш.

Ўзбекистонда «Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси» давлат корхонаси – Ўзбекистон Республикаси депозитарлик тизимида депо ҳисобварақлари бўйича эмиссиявий қимматли қоғозларни сақлаш, қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобини юритиш ва эмиссиявий қимматли қоғозлар ҳаракатининг ягона тизимини таъминлайди.

Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1999 йил 21 майдаги 263-сонли «Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсини ташкил этиш ва унинг фаолияти масалалари тўғрисида»ги қарори билан ташкил этилган.

Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси мижозларга кенг миқёсдаги депозитарлик ва консультатив хизматларни кўрсатиш билан бир қаторда, шаффофлик тамойилларига асосланган ҳолда иш олиб боради. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар Марказий депозитарийсини ривожланиши босқичи қуйидагилардан иборат:

Биринчи босқич, 1994 йилда Республикадаги биринчи «Вақт» Миллий депозитарийсининг ташкил топиши, иккинчи босқич 1996 йилда илк реестр сақловчи компаниянинг пайдо бўлиши, учинчи босқич 1998 йилда икки даражали депозитар тизимини яратилиши, 2014 йилда Ўзбекистонлик эмитентларнинг қимматли қоғозларига халқаро ISIN ва CFI кодларини бериш, акциядорлик жамиятига консалтинг хизматларини кўрсатиш ва 2015 йилда акциядорлик компаниялари учун янги ахборот технологиялари хизматларини жорий этилиши ҳисобланади.

Ўзбекистонда Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси ўз фаолиятини «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикасининг қонунига ва бошқа бир қатор қонун ҳужжатларига мувофиқ олиб боради.

Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг мутлақ вазифалари қуйидагилардан иборат:

- қимматли қоғозларни ҳисобга қўйиш;
- ҳужжатли қимматли қоғозларни сақлаш;
- қимматли қоғозлар чиқарилганлигини тасдиқловчи ҳужжатларни сақлаш;

- қимматли қоғозлар эгаларининг реестрларини юритиш;
- давлатнинг қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларини, шунингдек, қимматли қоғозларни бошқариш бўйича давлат ваколат берган шахсларнинг қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларини ҳисобга олиш;
- инвестиция воситачиларининг депо[1] ҳисобварақларини юритиш;
- қимматли қоғозлардаги ҳисоб-китобларни белгиланган тартибда амалга ошириш;
- Ўзбекистон Республикасининг норезидентлари томонидан чиқарилган, Ўзбекистон Республикаси ҳудудида муомалага киритилган қимматли қоғозларни ҳисобга олиш;
- Ўзбекистон Республикасининг резидентлари томонидан чиқарилган, Ўзбекистон Республикаси ҳудудидан ташқарида муомалага киритилган қимматли қоғозларни ҳисобга олиш;
- агар қонун ҳужжатларида бошқача қоида белгиланмаган бўлса, инвестиция фондлари томонидан чиқарилган ва уларга тегишли қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш;
- депонентларнинг ягона базасини юритиш;
- Ўзбекистон Республикасининг резидентлари томонидан чиқарилган эмиссиявий қимматли қоғозларга халқаро кодларни бериш;
- депо ҳисобварақлари бўйича эмиссиявий қимматли қоғозлар ҳаракати тўғрисидаги ахборотни тўплаш ва тизимлаштириш.

Қимматли қоғозлар эгаларининг реестрини сақловчи (реестр сақловчи) – қимматли қоғозлар эгаларининг реестрини юритиш тизимига тааллуқли бўлган маълумотларни йиғиш, қайд этиш, сақлаш бўйича фаолиятни амалга оширувчи юридик шахсдир. Қимматли қоғозлар эгаларининг реестри қайд этилган мулкдорнинг уларга тегишли қимматли қоғозларнинг миқдори, номинал қиймати ва тоифаси кўрсатилган ҳолда маълум санадаги ҳолатга кўра тузилган рўйхатини ўзида намоён қилади. Реестр юритиш

[1] *Депо ҳисобвараги* – депонентнинг қимматли қоғозларини сақлаш ва қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш учун мўлжалланган, инвестиция воситачисининг ва Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг ҳисобга олиш регистрларидаги ёзувлар йиғиндиси.

тизими Марказий депозитарий ва инвестиция воситачиларининг ҳисобга олиш регистрларидаги ёзувлар йиғиндисидир. Реестр юритиш тизимида қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларнинг олувчига ўтиши қимматли қоғозлар эгаларининг Марказий депозитарий ва (ёки) инвестиция воситачиларидаги депо ҳисобварақлари бўйича депозитар операцияларни ўтказиш йўли билан депозитар операциялар стандартларига мувофиқ амалга оширилади. Унга асосан қимматли қоғозга бўлган ҳуқуқлар олувчига унинг депо ҳисобварағига тегишли кирим ёзуви киритилган пайтдан эътиборан ўтади ва депо ҳисобварағидан кўчирма билан тасдиқланади. Қимматли қоғоз билан тасдиқланадиган ҳуқуқлар ушбу қимматли қоғозга бўлган ҳуқуқлар ўтган пайтдан эътиборан олувчига ўтади. Реестр эмитентнинг қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларини ҳисобини амалга оширувчи Марказий депозитарий ва инвестиция воситачиларининг операция куни якунида қимматли қоғозлар эгаларининг депо ҳисобварақлари ҳолати бўйича реестрни шакллантириш тўғрисидаги топшириқномада кўрсатилган санага шакллантирилади.

Эмитентнинг ўзи ёки эмитентнинг топшириғи асосида реестрни юритиш бўйича фаолиятни амалга оширувчи инвестиция муассасаси реестр сақловчи бўлиши мумкин. Реестр сақловчи учун қимматли қоғозлар эгаларининг реестрини юритиш тизимида рўйхатга олинган эмитентнинг қимматли қоғозлари билан битим тузиш ман этилади. Реестрни юритиш учун шартнома фақат бир юридик шахс билан тузилади, шартномани тузишда эмитент реестр сақловчига реестрни юритиш учун зарур бўлган чиқариш учун эълон қилинган ва муомалага чиқарилган акциялар ҳақидаги, акциядорлик жамиятининг таъсис ҳужжатларига киритилган ўзгартиришлар ҳақидаги ҳужжатларни, акциядорлар йиғилишларининг баённомаларини, акцияларнинг тўланганлигини тасдиқловчи ҳужжатларни ҳамда реестрга киритиш учун асос бўладиган бошқа ҳужжатларни топширади. Реестр сақловчи билан шартнома тузган акциядорлик жамияти реестрни юритиш ва сақлаш учун мажбуриятлар ва жавобгарликлардан озод қилинмайди. Эмитент реестрни юритиш учун фақат битта инвестиция муассасаси реестр сақловчи билан шартнома тузиши мумкин.

Реестрни юритиш бўйича фаолиятни қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятнинг бошқа турлари билан бирга олиб боришга йўл қўйилмайди, депозитар фаолият бундан мустасно. Реестр сақловчи реестрни юритиш ва сақлаш учун тузилган шартно-

мага мувофиқ олган ҳуқуқлар ҳамда ваколатларни бошқа шахсларга ўтказишига рухсат этилмайди.

Қимматли қоғозлар эгаларининг реестри камида қуйидаги энг зарур маълумотларга эга бўлиши зарур:

1. Ҳар бир қайд этилган шахс ҳақида у мулкдор ёки қимматли қоғозларнинг номинал эгаси эканлиги кўрсатилган маълумотлар.
2. Акциядорлик жамияти устав сармоясининг ҳажми.
3. Акцияларнинг миқдори, номинал қиймати ва тоифаси (хили).
4. Акцияларнинг майдаланганлиги ва бирлаштирилганлиги ҳақида маълумотлар.
5. Ўз маблағлари ҳисобидан сотиб олган жамиятнинг акциялари, уларнинг миқдори, номинал қиймати ва тоифаси (хили) ҳақида маълумотлар.
6. Дивидендларни тўлаш ҳақида маълумотлар.
7. Акциялар билан битимлар бажарилганлигини тасдиқловчи ҳужжатлар (агар битимлар инвестиция воситачилари ёки депозитарийнинг иштирокисиз тузилган бўлса), шунингдек, ҳуқуқларни қўлга киритишнинг бошқа асослари ва Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларида кўзда тутилган ҳолларда акциялар билан мажбуриятлар олинганлиги ҳақида маълумотлар.

Реестрни юритиш тизими қуйидагиларни ўз ичига олади:

- хронологик тартибдаги ёзувларнинг рўйхатга олиш дафтарини юритиш;
- қайд этилган шахслар ва қайд этилган гаров эгаларининг ёзувлари дафтарини юритиш;
- акциялар нақд шаклда чиқарилган ҳолларда акциялар сертификатларини бериш ва уларни бекор қилиш дафтарини юритиш;
- акциядорлар реестрига ёзувлар киритиш учун асос бўладиган ҳужжатларни, шу жумладан, электрон мосланмалардаги ахборотни ҳисобга олиш ва сақлаш тизимини юритиш;
- қайд этилган шахслар ва қайд этилган гаров эгаларидан олинган аризалар (сўровномалар)ни ҳисобга олиш тизимини юритиш;
- қайд этилган шахсларга реестрнинг маълумотлари билан танишиш имкониятини бериш учун ахборот тақдим этиш;
- депозитарийга қайд этилган шахслар ва қайд этилган гаров эгаларининг шахсий ҳисоб рақамларига ўзгартиришлар киритиш ҳақидаги ахборотни етказиш.

Реестрни юритиш қоғоз кўринишида ва электрон ёзувлар кўринишида амалга оширилиши мумкин. Рўйхатга олиш дафтарига акцияларнинг ҳар бир қўшимча эмиссияси ва акцияларнинг ҳар бир ўтказилиши ҳақидаги, шунингдек, қайд этилган шахснинг номига ёзилган акциялар миқдорининг ўзгариши билан боғлиқ ёки акциялар билан мажбуриятлар олинганлигини акс эттирувчи бошқа ҳар қандай воқеалар ҳақидаги ёзувлар кетма-кет тартибда киритилади. Реестр сақловчи рўйхатга олиш дафтарида мавжуд бўлган қайд этилган шахс ҳақидаги ахборотни ушбу шахс рўйхатдан чиқарилган вақтдан бошлаб камида уч йил сақлашга мажбур.

Реестр сақловчи томонидан шахсий ҳисобрақам унга хизмат кўрсатувчи депозитарийда ҳар бир қайд этилган шахснинг номига очилади, шу билан бир вақтда рўйхатга олиш дафтарига ёзувлар киритилади. Шахсий ҳисобрақамга ҳар бир шахсий ҳисобрақамни бир-биридан фарқловчи рақам берилади.

Акцияларнинг қўшимча эмиссияси чоғида реестр сақловчи томонидан шахсий ҳисобрақам очилиб, унда барча харид қилинмай қолган акциялар акс эттирилади. Мазкур акциялар сотилгунга қадар улардан овоз бериш чоғида фойдаланиш мумкин эмас, ушбу акциялар бўйича дивидендлар тўланмайди.

Акциялар сертификатларини бериш ва сўндириш дафтари рўйхатга олинаётган акцияларнинг ҳар бир тоифаси (хили) бўйича алоҳида юритилади. Сертификат фақат қоғоз шаклида берилади. Сертификат қимматли қоғоз ҳисобланмайди (у бўйича мулкий ҳуқуқларни талаб қилиш мумкин эмас). Сертификатни ҳақиқий деб тан олиш учун унда муҳр ва сертификатни берган ташкилот раҳбарининг имзоси бўлиши керак. Сертификат эмитент, депозитарий ёки реестр сақловчи томонидан берилиши мумкин эмас. Реестр сақловчи акциялар сертификатини мулкдорга акциялар реестрга киритилган кундан бошлаб, икки ҳафтадан кўп бўлмаган муддат ичида бериши лозим.

Реестрни юритиш тизими реестр сақловчига келиб тушган, ёзувларни реестрга киритиш учун асос бўлган ҳужжатларнинг қайд этилиши, ҳисобга олиниши ва сақланишини таъминлаши шарт.

Реестрдан кўчирма қайд этилган шахснинг номига ёзилган акциялар ҳақидаги реестр ёзувларини тасдиқловчи ҳужжат бўлиб, у қуйидаги маълумотларга эга бўлиши лозим:

- қайд этилган шахснинг фамилияси, исми ва отасининг исми (тўлиқ расмий номи);

- реестрдан кўчирма қайд этилган шахснинг номига ёзилган акциялар ҳақидаги ёзувларни тасдиқлайдиган сана;
- акциядорлик жамиятининг тўлиқ расмий номи, рўйхатга олган идоранинг номи, рўйхатга олиш рақами ва санаси, жамиятнинг юридик манзили;
- реестрда қайд этилган шахснинг номига ёзилган акцияларнинг миқдори ва тоифаси (хили), акцияларнинг номинал қиймати, дивиденд ставкаси (имтиёзли акциялар учун);
- акцияларни ўтказиш, уларнинг миқдори ва тоифаси (хили) ҳақида ахборот;
- реестр сақловчининг: тўлиқ расмий номи ва юридик манзили;
- банкнинг ёки дивидендлар мавжуд бўлган ҳолларда уларни тўлаш бўйича агентнинг тўлиқ расмий номи;
- реестрда реестрдан кўчирмада кўрсатилган акцияларга нисбатан мавжуд бўлган акцияларнинг гаров мажбуриятларини олиши ва уларнинг тўхтатилиши, шу жумладан, қайд этилган гаров ва акцияни ўтказишга нисбатан бошқа чекловлар ҳақида ахборот.

Реестр сақловчи томонидан қайд этилган шахсларга ёки қайд этилган гаров эгаларига реестрдан кўчирмалар тайёрлагани ва бергани (жўнатгани) учун амалда кўрилган харажатлар қийматидан катта бўлмаган миқдорда тўлов ундирилиши мумкин.

Акциялар қоғозсиз шаклда муомалага чиқарилган ҳолларда ҳар бир қайд этилган шахс номига унинг акцияларга бўлган ҳуқуқини тасдиқловчи акциялар сертификати берилиши керак. Бир акцияга бир вақтнинг ўзида биттадан кўп сертификатнинг муомалада бўлишига йўл қўйилмайди.

Акциядорлик жамияти у давлат рўйхатига олинган вақтдан бошлаб бир ойдан кечиктирмай реестрнинг юритилишини ва сақланишини таъминлаши шарт.

Очиқ акциядорлик жамиятининг таъсис этилиши чоғида реестр сақловчи амалдаги қонунчиликда, жамиятнинг таъсис ҳужжатларида кўзда тутилган ва акциялар нархининг тўланганлигини тасдиқловчи ҳужжатларда мавжуд бўлган маълумотларни реестрга киритади. Хусусийлаштириш натижасида ташкил этилган очиқ акциядорлик жамиятининг таъсис этилишида реестрга муассис-акциядорлик жамиятини хусусийлаштириш режасини тасдиқла-

ган давлат мулкини бошқариш бўйича тегишли қўмита ҳақида, акцияларга нисбатан ҳуқуқларни қўлга киритган шахслар ҳақида маълумотлар киритилади.

Қўшимча эмиссия ёки мазкур акциядорлик жамиятини қайта ташкил этишда акцияларнинг алмашуви чоғида бу ҳақидаги маълумот реестр сақловчи томонидан беш кунлик муддат ичида реестрга киритилади.

Реестр сақловчи қайд этилган шахсдан ўтказиш ёки гаров фармойишини олган вақтдан бошлаб уч кундан кечиктирилмаган муддатда қуйидагиларни амалга ошириши шарт:

- қайд этиш дафтарига акцияларнинг ўтказилганлиги ҳақидаги маълумотларни киритиш ва қайд этилган шахс номига ўтказиш фармойишида кўрсатилган акциялар харидорига шахсий ҳисобрақам очиш;
- қайд этиш дафтарига ва қайд этилган шахснинг шахсий ҳисобрақамига акцияларнинг гаров мажбуриятларини олишнинг пайдо бўлиши ва тугатилганлиги ҳақида зарур ёзувларни киритиш.

Ўтказиш фармойиши қуйидаги маълумотларга эга бўлиши лозим:

- акцияни ўтказаётган қайд этилган шахснинг, у мулкдор ёки қимматли қоғозларнинг номинал эгаси эканлиги кўрсатилган ҳолда фамилияси, исми ва отасининг исми ёки тўлиқ расмий номи;
- акциядорлик жамиятининг тўлиқ расмий номи;
- ўтказилаётган акциялар миқдори;
- акциялар тоифаси (хили);
- акция унинг номига ёзилиши лозим бўлган шахс ҳақида маълумотлар;
- битим инвестиция муассасаси томонидан рўйхатга олинган ҳолларда унинг тўлиқ номи, рўйхатга олиш санаси, унинг рақами ва муассасанинг юридик манзили.

Ўтказиш фармойиши акцияларни ўтказаётган қайд этилган шахс (ёки унинг вакили) томонидан имзоланиши лозим, шунингдек, у акция ўтказилаётган шахс томонидан ҳам имзоланиши мумкин. Ўтказиш фармойиши унинг номига акциялар ёзилиши лозим бўлган шахс томонидан ёки унинг вакили томонидан реестр сақловчига тақдим этилади.

Ўтказиш фармойишида унинг номига акциялар ёзилиши лозим бўлган шахс ҳақида қўшимча ахборот кўрсатилади. Бу ахборот дивидендларни олишнинг мақбул усули ҳисобланади. Мазкур шахснинг реестрдан кўчирма олиш усули шахс ёки почта орқали амалга оширилади.

Агар акцияларни ўтказиш инвестиция муассасаси томонидан битим рўйхатга олинмаган ҳолда амалга оширилса, ўтказиш фармойишига реестрга ёзувларни киритиш учун асос бўладиган ва акциялар билан битимлар тузилганлигини тасдиқловчи ҳужжатлар илова қилиниши керак.

Қимматли қоғозларни номинал сақловчи – қимматли қоғозлар эгасининг ёки у вакил қилган шахснинг топшириғига кўра қимматли қоғозларни ҳисобга олишни ва уларга бўлган ҳуқуқларни тасдиқлашни қимматли қоғозларнинг эгаси бўлмаган ҳолда амалга оширувчи инвестиция воситачиси, Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси.

Қимматли қоғозларнинг номинал эгаси сифатида банклар, депозитарийлар (инвестиция фонди акцияларидан ташқари), қимматли қоғозлар билан уларнинг эгаси ёки у вакил этган шахснинг номидан ва уларнинг топшириғига кўра битимларни амалга оширувчи инвестиция муассасаси иштирок этиши мумкин, Марказий депозитарий ва депозитарийлар (кастодианлар) ўз фаолиятининг моҳиятига кўра қимматли қоғозларнинг номинал эгалари ҳисобланади.

Қимматли қоғозларнинг номинал эгалари, одатда, воситачилик мукофотларини олишади.

Қимматли қоғозларнинг номинал эгаси у эгалик қиладиган қимматли қоғозларга нисбатан қуйидаги мажбуриятларга эга:

- мазкур шахс томонидан ушбу қимматли қоғозлар бўйича унга тегишли бўлган барча тўловларнинг олинишини таъминлашга йўналтирилган зарур ҳаракатларни бажариш;
- қимматли қоғозлар билан битимлар ва операцияларни фақат топшириқ бўйича ҳамда қимматли қоғозларни ушлаб туриш учун топшириқ берган шахс билан тузилган шартномага мувофиқ амалга ошириш;
- у бошқа шахсларнинг топшириғига кўра, ушлаб турган қимматли қоғозларни алоҳида балансдан ташқари ҳисобрақамларда ҳисобга олиш ва у мазкур қимматли қоғоз-

ларни унинг топшириғига кўра ушлаб турган шахснинг талабларини қондириш учун ушбу ҳисобрақамларда доимий равишда етарли миқдордаги қимматли қоғозларга эга бўлиш.

Қимматли қоғозларнинг номинал эгаси реестр сақловчига бир йилда камида бир марта уларнинг топшириғига кўра қимматли қоғозларни ушлаб турган шахслар ҳақидаги маълумотларни бериб туриши керак, бунда қимматли қоғозларнинг миқдори ва тоифаси (хили) кўрсатилади, қимматли қоғозларнинг номинал эгаси ўз мижозларининг топшириғига кўра ушлаб турган қимматли қоғозлар унинг кредиторлари фойдасига ундириб олиниши мумкин эмас.

Ривожланган мамлакатларда қимматли қоғозларнинг номинал эгаси қимматли қоғозлар билан битимларни амалга ошириш ва рўйхатга олишнинг асосий амал қилиб турган тизими ҳисобланади.

Назорат учун саволлар

1. *Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида қандай профессионал фаолият турлари мавжуд?*
2. *Қимматли қоғозлар бозоридаги инвестиция воситачиси фаолияти нималардан иборат?*
3. *Қимматли қоғозлар бозоридаги инвестиция маслаҳатчисининг фаолияти нималардан иборат?*
4. *Қимматли қоғозлар бозоридаги депозитарий фаолиятини гапириб беринг.*
5. *Қимматли қоғозлар бозоридаги ҳисоб-клиринг палатаси фаолияти нималардан иборат?*
6. *Ишончли бошқарувчи фаолиятини гапириб беринг.*
7. *Трансфер-агент фаолияти нималардан иборат?*
8. *Ҳисоб-китоб клиринг палатасининг фаолиятини тушунтириб беринг.*
9. *Инвестиция компаниялари фаолиятини гапириб беринг.*
10. *Инвестиция фондларини фаолияти нималардан иборат?*

4-БОБ

ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИДА КОЛЛЕКТИВ ИНВЕСТИЦИЯЛАШ ИНСТИТУТЛАРИ

4.1. Коллектив инвестициялаш институтларининг мазмуни ва моҳияти

Коллектив инвестициялар – бу кичик инвесторлар ва уларнинг инвестицион жамғармаси ёки инвестиция ташкилотларнинг бошқа юридик шаклдаги маблағларини бирлаштириш, ушбу миқдорни кейинчалик кўпайтириш ёки бошқа инвестиция мақсадларига эришиш учун сарфлашдир. Умумий инвестиция жамғармасини яратиш профессионал менежер назорати остида амалга оширилади.

Инвестиция объектлари – молиявий воситалар ва қимматли қоғозлар, кўчмас мулк ва фойда ёки бошқа иқтисодий фойдаларни келтириб чиқарадиган бошқа активлар ҳисобланади. Коллектив инвестициянинг ўзига хос белгилари қуйидагилардан иборат:

- тегишли битимлар тузиш ёки қимматли қоғозларни чиқариш йўли билан инвесторларнинг маблағларини жалб қилиш;
- коллектив инвестиция фонди фаолиятининг асосий шакли инвесторлар ва инвесторлар томонидан инвестицияларни амалга ошириш ҳисобланади;
- коллектив инвестиция фонди даромадининг шерикчилик улушидан олинган даромадлар, комиссион хизматлар, фоизлар;
- коллектив инвестиция фондининг даромадини барча иштирокчилар орасида дивидендлар ва фоизлар шаклида тақсимлаш ва бошқалар;

Коллектив инвестиция шакллари қуйидагилардан иборат;

– хусусий пенсия фондлари;
– пай инвестиция фондлари;
– кредит уюшмалари;
– акциядорлик инвестиция фондлари;
– инвестиция банклари.

Инвестиция дунёсида шундай инвестиция учун энг даромадли, юқори сифатли ва ишончли активларнинг аксарияти кичик инвес-

торлар учун мавжуд эмас. Бу уларнинг юқори баҳоси, ушбу активлар билан ишлашнинг мураккаблиги ва бошқа бир қатор омиллар билан боғлиқ. Таъкидланишича, инвестицион таваккалчиликларни камайтириш учун ўзининг инвестиция портфелини диверсификация қилиш керак. Яъни, инвестор турли даражадаги даромадлилиги ва ишончлилик даражасига эга инвестицияларга эга бўлиши керак. Кичик инвестор учун бир нечта активларга сармоя қилиш жуда катта харажатлар ва муҳим маълумотларга эҳтиёж сезади. Шунинг учун бундай инвестиция воситасида коллектив сармоя сифатида амалга ошириш имконияти пайдо бўлади.

Коллектив инвесторлар фаолиятининг хусусиятлари қуйидагилардан иборат:

- коллектив инвестиция фондига инвестиция киритадиган инвестор инвестиция мажбуриятлари учун жавобгарлиги;
- коллектив инвестиция жамғармасининг барча иштирокчилари маблағлари одатий ҳолга келтирилади ва умумий масса томонидан инвестиция қилинади, бу эса ҳар бир қатнашчининг ўртача инвестиция хавфини камайтиради;
- илгари олинган даромад бошқа турдаги инвестициялардан фарқ қилмайди;
- коллектив инвестицион иштирокчилар инвестиция стратегияси ва жамғармаси ҳақида маълумотлар ва инвестиция мақсадларига эришиш учун энг мос келадиган инвестициялар учун усуллар, турлар ва активларни танлаш усуллари ҳақида маълумотга эга.

Коллектив инвестициянинг афзалликлари қуйидагилардан иборат:

- инвесторлар профессионал активларини бошқариш;
- инвестиция рискларининг юқори диверсификацияси;
- омонатчилар учун бошқарув тўловларининг паст даражаси;
- ишончлиликнинг тегишли даражасини таъминлаш.

Бугунги кунда коллектив инвестициянинг амалга ошираётган фондларлардан бири инвестиция фонди ҳисобланади. Ўзбекистон Республикасининг «Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида» қонунининг 3-моддасига кўра, инвестиция фонди – бу инвесторларнинг пул маблағларини жалб этиш ва уларни инвестиция активларига қўйиш мақсадида акциялар чиқаришни амалга оширувчи юридик шахс – акциядорлик жамиятидир. Инвестиция фонди ўз

фаолиятини қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи қимматли қоғозларни мувофиқлаштириш ва назорат қилиш ҳисобланган ваколатли давлат органи томонидан бериладиган лицензия асосида амалга оширади. Инвестиция фонди қуйидаги турда бўлиши мумкин:

- ўзи чиқарган акцияларни қайтариб сотиб олиш мажбуриятига эга бўлган инвестиция фонди;
- ўзи чиқарган акцияларни қайтариб сотиб олиш мажбуриятига эга бўлмаган инвестиция фонди.

Инвестиция фондининг тури фонднинг таъсис ҳужжатларида кўрсатилади.

Ўзбекистон Республикасида инвестиция фонди янги юридик шахсни таъсис этиш ёки бошқа инвестиция фондини қайта ташкил этиш йўли билан ташкил этилади, инвестиция фондини инвестиция фонди бўлмаган бошқа юридик шахсни қайта ташкил этиш орқали ташкил этишга йўл қўйилмайди. Инвестиция фонди тижорат ташкилоти бўлиб, у ўзининг алоҳида ҳисобга олинадиган мол-мулкига, шу жумладан, устав капиталига берилган мол-мулкка эга бўлади. Юридик ва жисмоний шахслар инвестиция фондининг муассислари (акциядорлари) сифатида иш юритиши мумкин.

Инвестиция фондини давлат рўйхатидан ўтказиш Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан амалга оширилади. Инвестиция фондини ташкил этишда унинг акциялари қийматини тўлаш пул маблағлари, қимматли қоғозлар, улушлар, шунингдек кўчмас мулк ва бошқа мол-мулк, мулкий ҳуқуқлар билан амалга оширилади. Бунда унинг устав капиталининг камида 75 фоизи пул шаклида тўланиши керак.

Инвестиция фондининг акцияларини жойлаштириш фонд биржасида амалга оширилади, бундан ушбу фонд муассислари ўртасида ёпиқ обуна бўйича жойлаштириладиган акцияларнинг дастлабки чиқарилиши мустасно. Акциядорларнинг умумий йиғилиши ва кузатув кенгаши, шунингдек ваколатларини ишончли бошқарувчи амалга оширадиган ижроия органи инвестиция фондининг бошқарув органларидир. Инвестиция фондининг фаолиятидаги чекловлар қуйидагилардан иборат:

- фаолиятни лицензия олмасдан амалга оширишга;
- корпоратив ва инфратузилма облигациялари ҳамда имтиёзли акциялар чиқаришга;

- инвестиция фонди соф активларининг 10 фоизидан ортиғини бир эмитентнинг қимматли қоғозларига ёки масъулияти чекланган жамиятнинг улушига инвестиция қилишга;
- тўланиши лозим бўлган қарзларнинг жами ҳажми кредит ва (ёки) қарз битими имзоланган санадаги инвестиция фонди соф активлари қийматининг 15 фоизидан ошиб кетган тақдирда, кредит ва (ёки) қарз маблағларини жалб этишга (бунда кредит ва (ёки) қарз муддати уч ойдан ошиб кетмаслиги керак);
- кафил бўлишга, мол-мулкни ёки мулкий ҳуқуқларни гаровга қўйишга;
- ташкилий-ҳуқуқий шакли ўз иштирокчиларининг қўшимча жавобгарлигини назарда тутадиган хўжалик жамиятларининг қимматли қоғозларига ва улушларига инвестицияларни амалга оширишга;
- ишончли бошқарувчи, аудиторлик ташкилотлари томонидан чиқарилган қимматли қоғозларга инвестицияларни амалга оширишга, шунингдек, уларнинг устав капиталидаги улушларини олишга;
- бошқа инвестиция фондларининг акцияларини олишга ва уларга эга бўлишга;
- инвестиция фаолияти билан боғлиқ бўлмаган битимлар тузишга, опционлар ёки фьючерслар олишга;
- умумий суммаси фонд соф активларининг 10 фоизидан ортиқ инвестицияларни амалга оширишга (бундан қимматли қоғозларга қўйиш мустасно) ҳақли эмас.

Агар қонун ҳужжатларида бошқача қоида белгиланмаган бўлса, Инвестиция фондлари томонидан чиқарилган ва уларга тегишли қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш, шунингдек, уларни сақлаш Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси томонидан амалга оширилади. Инвестиция активлари ишончли бошқарувчида алоҳида балансда акс эттирилади ва у бўйича мустақил ҳисоб юритилади. Ишончли бошқариш билан боғлиқ фаолият бўйича ҳисоб-китоблар учун алоҳида банк ҳисобварағи очилади.

Инвестиция фондининг бухгалтерия ҳисобини юритиш ҳамда молия, солиқ ҳисоботларини ва бошқа ҳисоботларни тузиш ишончли бошқарувчи томонидан амалга оширилади.

Ишончли бошқарувчи фонд инвестиция активларининг алоҳида ҳисобини юритади, уларнинг яхлитлигини ва бут сақланишини

таъминлайди, шунингдек инвестиция фондининг молия, солиқ ҳисоботлари ҳамда бошқа ҳисоботларининг тўғрилиги ва ишончлилиги учун жавобгар бўлади.

Мамлакатимизда Капитал бозорни ривожлантириш агентлиги томонидан олиб борилган инвестиция фондларининг молиявий таҳлили натижасида уларнинг кузатув кенгашлари ва инвестиция активларини ишончли бошқарувчиларига нисбатан талабларини қийинлаштирилиши натижасида мамлакатимиздаги кўплаб инвестиция фондлари фаолиятини юритишга тўсиқ бўлди. Шунингдек, акциядорлик жамиятларига айланган инвестиция фондлари томонидан бир қатор қонун бузиш ҳолатлари ҳам қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази томонидан аниқланди. Бундан ташқари, мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларига устав фондига қўйилган талабларни юқорилиги инвестиция фондини фаолият юритишига тўсиқ бўлди. Натижада, бир қатор йирик хусусийлаштириш инвестиция фондлари кузатув кенгаши ташаббуси билан акциядорларнинг умумий йиғилиши қарори орқали тугатилди. Оқибатда қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозорида муомалада бўлувчи ресурслар ҳажми ҳам камайишига олиб келди.

Ўзбекистонда инвестиция фондларининг ҳолати 4.1-жадвалда акс этирилган.

4.1-жадвал

ЎЗБЕКИСТОНДА ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ ҲОЛАТИ[1]

Йиллар	Юридик шахслар сони	Жисмоний шахслар сони	Инвестиция фондларининг акциялари сони
2012	35	49543	49577
2013	35	49538	49573
2014	36	49513	49549
2015	35	49504	49539
2016	34	49493	49527
2017	34	49723	49767
2018	38	49706	49744
2019	35	49692	49727

[1] Марказий депозитарий маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланган.

4.1-жадвалдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, 2012 йилда жами инвестиция фондларининг барча акциялари сони 49577 тани, шу жумладан 49543 та жисмоний ва 35 таси юридик шахсларни ташкил қилади. 2019 йилда эса, жами инвестиция фондларининг барча акциялари сони 49727 тани, шу жумладан, 49692 та жисмоний ва 35 таси юридик шахсларни ташкил қилган.

Таҳлилдан кўриниб турибдики, инвестиция фондларининг акциялари сонида жисмоний шахслар 99 фоизни, юридик шахслар эса атига 1 фоизни ташкил қилади. Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси томонидан хизмат кўрсатиладиган фондлар умумий активлари қиймати 2019 йилда 6,37 млрд. сўмни ташкил этган, 2018 йилга нисбатан 0,03 млрд. сўмга камайган. Умумий активлар қийматининг камайиши инвестиция фондлари портфелига кирувчи қимматли қоғозларнинг бозор қиймати пасайганлиги ҳисобига бўлган.

4.2. Пай фондлари, уларнинг турлари ва хусусиятлари

Бугунги кунда ривожланган мамлакатларда пай фондлари жадал суръатлар билан ривожланиши дунё инвесторларининг ривожланган мамлакатлар иқтисодиётига инвестицияларни амалга оширмоқда. Пай фондни ривожланиши мамлакатдаги хусусий секторга молиявий ресурсларни жалб қилиш имкониятини ва миллий иқтисодиётдаги инвестиция улушини ортишига олиб келади.

2019 йил ҳолатида, дунёда жами мавжуд пай фондлар 140617 минг донани ташкил этади. Шундан 58822 минг дона Европа давлатларини фонд бозорларида фаолият юритади. Осиё ва Тинч океанлари давлатларининг фонд бозорларида эса, 39294 минг дона пай фонди мавжуд бўлиб, умумий пай фондни 33 фоизини ташкил этади. Америка фонд бозорларида 35311 минг дона пай фонди мавжуд. Африка мамлакатларининг фонд бозорида эса, 1987 минг дона пай фонди мавжуд бўлиб, дунёдаги пай фондларини атига 2 фоизни ташкил этади.[1] Россия молия бозорида эса, 1442 та пай фонди мавжуд бўлиб[2], Қозоғистонда 7 та пай фонди ўз фаолиятини юритади.[3] Мамлакатимизда эса, ҳанузгача бирорта ҳам пай

[1] https://nauchforum.ru/journal/stud/6/21061
[2] http://pif.investfunds.ru/news/72839
[3] http://investfunds.kz/asset-management/funds/

фонди мавжуд эмас. Бироқ, мамлакатимизда амалга оширилаётган иқтисодий ислоҳотлар шароитларида инвесторларни қўллаб-қувватлаш мақсадида давлатимиз томонидан кенг шарт-шароитлар, қулайликлар яратилиб келинмоқда.

Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, охирги йилларда мамлакатимизда инвесторларни ҳуқуқини ҳимоя қилиш мақсадида бир нечта меъёрий ҳужжатлар қабул қилинди. Чунки, инвестицион активларини жадаллаштириш ва молия бозорини ривожлантириш орқали, бўш турган маблағларни иқтисодиётга жалб қилган ҳолда миллий иқтисодиёт соҳаларини ривожлантиришга олиб келмоқда. Мамлакатимиз ҳам жаҳон тажрибаларидан келиб чиққан ҳолда, инвестиция фаолиятини ривожлантириш учун кўпгина ҳуқуқий шарт-шароитлар яратишга катта эътибор қаратмоқда. Шу боис, 2015 йил 26 августда Ўзбекистон Республикасининг «Инвестиция ва пай фондлар тўғрисида»ги қонун қабул қилинди. Ушбу қонун жами 29 та моддадан иборат бўлиб, мазкур қонунда асосан инвестиция фонди фаолияти ва пай фонди фаолиятини ташкил этиши ва бошқарилиши кўрсатиб ўтилган. Бундан ташқари, қонунда инвестиция фонди ва пай фондлари атамаларига тушунчалар берилган. Мазкур қонун расман эълон қилингандан кейин кучга кирган бўлиб, лекин ушбу қонуннинг учинчи бобидаги пай фондлари фаолияти ташкил этилиши 2017 йил 1 июлдан эътиборан амалга оширилди. Бироқ, ҳанузгача мамлакатимизда пай фонди ташкил этилмади. Қонуннинг 4-моддасига асосан Пай фонди – бу Инвестиция фаолиятини амалга ошириш мақсадида икки ва ундан ортиқ шахсларнинг – инвесторларнинг ўзи ишончли бошқарувга берган пул маблағлари йиғиндисидир.

Россия Федерациясининг «Инвестция фондлари тўғрисида»ги қонуннинг 10-моддасига асосан Пай фонди – бу ишончли бошқарувчига берилган мол-мулкдан ташкил топган алоҳида мулк комплекси. Ушбу мулк ишончли бошқарувчининг мулклари билан қўшилади, мазкур ишончли бошқарувчининг фаолияти даврида пай шаклидан олинган мулкга эгалик ҳуқуқини ишончли бошқарувчи томонидан эмиссия қилинган қимматли қоғоз билан кафолатланади.

Қозоғистон Республикасининг «Инвестиция ва пай фондлар тўғрисида»ги қонунга асосан пай фонди – бу бир нечта инвесторларнинг ўз маблағини фойда олиш мақсадида бошқарувчи компа-

нияларга берилган инвестиция маблағидир. Пай фондини ташкил этиш қуйидаги босқичларни амалга оширади:

1. Пай фондини ташкил этиш тўғрисидаги қарор ишончли бошқарувчи томонидан қабул қилинади;
2. Инвестор ишончли бошқарувчи билан тузиладиган, инвесторларнинг пул маблағларини умумий улушли мулк ҳуқуқи асосида пай фондига бирлаштириш назарда тутиладиган шартнома асосида пай фондига пул маблағларини киритади;
3. Ишончли бошқарувчи ўзининг алоҳида банк ҳисобварағига инвесторлар пул маблағларини киритганидан кейин икки иш куни ичида уларга инвестиция пайларини беради;
4. Инвестиция пайларини жойлаштириш барча инвесторлар учун ягона нарх бўйича амалга оширилади;
5. Пай фондининг пул маблағлари инвестиция декларациясига биноан инвестиция қилинади;
6. Пай фондини ишончли бошқариш жараёнида олинган даромадлар ишончли бошқарувчининг алоҳида банк ҳисобварағида жамланади.

Пай фонди у Пай фондларининг ягона реестрига киритилган ва тегишли ахборот қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органининг ҳамда Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг расмий веб-сайтларида эълон қилинган пайтдан эътиборан ташкил этилган деб ҳисобланади. Пай фондларининг ягона реестрини юритиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан белгиланган тартибда амалга оширилади. Пай фондининг ҳисоби ягона реестрига киритилганидан кейин инвестиция пайларини ҳисобга қўйиш орқали Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси томонидан амалга оширилади.

Инвестиция пайлари пай фондини ташкил этиш тўғрисида қарор қабул қилинган пайтдан эътиборан бир ҳафта ичида ҳисобга қўйилиши керак. Инвестиция пайларини ҳисобга қўйиш чоғида инвесторларга Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсида депо ҳисобварақлари очилади, бу ҳисобварақларда инвесторларга тегишли инвестиция пайларига бўлган ҳуқуқларнинг ҳисоби юритилади. Ишончли бошқарувчи пай фонди Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсида ҳисобга қўйилганидан кейин инвесторларнинг пул маблағларини тасарруф этишга ҳақли. Пай фон-

дининг пул маблағлари ишончли бошқарувчининг раҳбари ва Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг ваколатли мансабдор шахси томонидан имзоланадиган тўлов ҳужжати асосида сарфланади. Пул маблағларидан ҳамда бошқа инвестиция активларидан фойдаланишнинг мақсади ва йўналишлари ишончли бошқариш шартномаси шартларига, шу жумладан, инвестиция декларациясига мувофиқ бўлиши керак.

Инвестиция активлари бўйича олинган даромадлар пай фондининг инвестиция пайлари эгалари ўртасида йилда бир марта тақсимланади ёхуд инвестиция пайларининг барча эгалари розилигига кўра қайта инвестиция қилинади. Пай фондининг инвестиция пайлари эгаларига даромадларни тўлаш ишончли бошқарувчи томонидан амалга оширилади. Ишончли бошқарувчи томонидан пай фонди номидан ва ушбу фонд маблағлари ҳисобидан тузиладиган шартномалар Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсида рўйхатдан ўтказилиши керак.

Пай фондининг инвестиция активларини тасарруф этишдаги чекловлар:

- фонд инвестиция активларининг 10 фоизидан ортиқ миқдорда бир эмитентнинг қимматли қоғозларига ёки масъулияти чекланган жамиятнинг улушларига инвестиция қилиниши;
- ташкилий-ҳуқуқий шакли ўз иштирокчиларининг қўшимча жавобгарлигини назарда тутадиган хўжалик жамиятларининг қимматли қоғозларига ва улушларига инвестиция қилиниши;
- ишончли бошқарувчи, аудиторлик ташкилотлари томонидан чиқарилган қимматли қоғозларга, шунингдек уларнинг устав капиталидаги улушларини олишга инвестиция қилиниши;
- инвестиция фаолияти билан боғлиқ бўлмаган йўналишлар бўйича фойдаланилиши;
- фонд инвестиция активлари умумий суммасининг 10 фоизидан ортиқ миқдорда инвестиция қилиниши (бундан қимматли қоғозларга қўйиш мустасно) мумкин эмас.

Пай фондини тугатиш қуйидаги ҳолларда амалга оширилади:

- ишончли бошқариш шартномасининг амал қилиш муддати тугаганда;
- барча инвестиция пайларини муомаладан чиқариш учун буюртмалар келиб тушганда;

- ишончли бошқарувчининг лицензияси бекор қилинганда, агар унинг пай фондини ишончли бошқариш шартномаси бўйича ҳуқуқ ва мажбуриятлари лицензия бекор қилинган кундан эътиборан уч ой ичида бошқа ишончли бошқарувчига берилмаган бўлса;
- пай фонди ҳужжатларида кўрсатилган пай фондини ташкил этиш ва унинг фаолиятини амалга ошириш мақсадига эришилганда;
- инвестиция пайлари эгаларининг пай фондини тугатиш тўғрисида бир овоздан қабул қилинган қарори мавжуд бўлганда;
- пай фондининг инвестиция активлари ишончли бошқарувчи томонидан фонд биржасида (қимматли қоғозлар учун) ва кимошди савдосида реализация қилиниши лозим. Пай фондининг инвестиция активларини реализация қилишдан тушган маблағлар пай фондининг инвестиция пайлари эгаларига, ўзларига тегишли бўлган инвестиция пайлари сонига мутаносиб равишда тўланиши керак;
- пай фонди инвестиция пайлари эгаларининг, пай фонди негизида инвестиция фондини таъсис этиш тўғрисида бир овоздан қабул қилинган қарори пай фондини тугатиш ҳақидаги қарор деб эътироф этилади;
- пай фонди тугатилганда, мазкур пай фонди ишончли бошқарувчисининг фаолияти аудиторлик ташкилоти томонидан мажбурий аудитдан ўтказилиши керак.

Дунё амалиётида пай фондлари юридик шахс ҳисобланмайди. Бугунги кунда дунёда пай фондларини учта тури мавжуд. Очиқ пай фондлари – бу пайга эга бўлган инвесторлар хоҳлаган куни пай кўринишидаги акцияларини ишончли бошқарувчи компаниялар томонидан тўлаш, сўндириш ва қайтаришни талаб қилиш ҳуқуқига эга. Интервал пай фонди – бу пай эгалари қимматли қоғозлар кўринишидаги акцияларини бошқарув компаниялари томонидан тўлаш ва сўндиришни талаб қилиш ҳуқуқига эга. Бироқ, ишончли бошқарувчи компаниялар томонидан шартномани муддати тугагандан кейин, бир қисми тўланиши ва сўндиришни назарда тутган бўлади. Ёпиқ пай фондлари – пай эгалари қимматли қоғозлар кўринишидаги акцияларини бошқарув компаниялари томонидан тўлаш ва сўндиришни талаб қилиш ҳуқуқи, фақатгина пай эгалари билан бошқарувчи компаниялар томонидан тузилган шартнома муддати тугагандан кейин талаб қилиниши мумкин.

Очиқ пай фондлари ҳар куни пайни сотиши ва сотиб олиши мумкин. Бироқ, интервал пай фонди эса, маълум бир оралиқда сотиш ва сотиб олиш операцияларини амалга ошириши мумкин. Одатда бир йилда икки ва тўрт марта олди-сотдини амалга оширади. Ёпиқ пай фондлари йирик лойиҳаларни амалга ошириш учун ташкил қилиниб, пай эгалари лойиҳалар амалга оширилгандан кейин маблағларни олади. Ушбу, пай инвестиция фондлари ипотека бозорларидаги лойиҳаларни амалга ошириш учун ташкил этилади.

Пай фонди объектларига қараб қуйидагича бўлиши мумкин:

1. Пул бозори фонди;
2. Облигациялар фонди;
3. Акциялар фонди;
4. Аралаш инвестция фонд;
5. Ипотека фонд;
6. Индексли фонд;
7. Венчурли фонд.

Россия молия бозорида пай фондлари ипотека, венчурли, индексли, облигация, аралаш ва акциялар шаклида ташкил этилади. Пай фондининг маблағлари қайси шаклда ташкил этилган бўлса, ўша йўналишда йўналтирилади.

Америка молия бозорида пай фондлари ўзаро фондларнинг бир тури ҳисобланади. Пай фондларининг ёпиқ шакли ривожланган бўлиб, ўзаро фондларининг ёпиқ шаклида фаолият юритади. Америкадаги пай фондлари портфел инвестицияларидан келиб чиққан ҳолда ишончли бошқарувчи компаниялар билан келишув пайларни сўндириш муддатларини белгилайди.

Пай фондларининг маблағлари облигацияларга йўналтирилади. Облигациялардан шаклланган пайларни тугатишда йигирма ва ўттиз йиллик шартномалар тузилади. Чунки, АҚШ молия бозорида облигацияларни сўндирилиши узоқ муддатли бўлганлиги учун пайларни сўндириш облигацияларнинг сўндириш муддатига боғлиқ бўлади. Бундан ташқари, АҚШ молия бозорида пай фондини маблағлари акцияларга йўналтирилиб, акция фонди шакллантирилади. АҚШда пай фондининг маблағлари облигациялар ва акцияларга йўналтирилиб, облигация ва акция фондлари шакллантирилади.

Ўтган асрнинг 60-йилларида пай инвестиция фондларининг маблағлари облигациялар бозорига йўналтирилган. Охирги йилларга келиб, аҳолининг ўсиши натижасида пай фондини маблағлари акциялар бозорига йўналтирилган. Россия молия бозорида пай фондларини ишлаш механизими 4.1-расмда ўз аксини топган.

4.1-расм. **Россия молия бозорида пай фондларини ишлаш механизми.**[1]

Расмдан кўриниб турибдики, пай фондни ишлаш механизмида ҳамма бўлаётган жараёнларни Россия Марказий банки назорат қилади ва текширади.

Россияда пай фондларини ташкил этишда асосий ҳужжатлари қуйидагилардан иборат ҳисобланади:

1. Ишончли бошқарувчи компания билан пай эгалари ўртасида шартнома тузилади.

2. Шартномага асосан пай фондининг қайси турда ташкил этиш, инвестиция декларацияси, мазкур декларицияга мувофиқ активларни бошқариш, ишончли бошқарув ва хизмат кўрсатувчи ташкилотлар ҳисобланган махсус депозитарий, реестр сақловчи, аудитор ва баҳоловчиларнинг хизматлари акс этган бўлади.

Россияда пай фондни ташкил этиш жараёни иккига бўлинади.

- пай фондни ишончли бошқарувчи компания қоидаларига мувофиқ Россия Марказий банкдан регистрациядан ўтади;
- пай фондини шакллантириш.

Россияда пай фондини ташкил қилишнинг босқичлари 4.2-жадвалда кўрсатилган.

[1] http://www.pifconsulting.ru/netcat_files/56/50/pif_instruction.pdf

4.2 - ж а д в а л

РОССИЯДА ПАЙ ФОНДИНИ ТАШКИЛ ҚИЛИШНИНГ БОСҚИЧЛАРИ[1]

№	Босқичлар	Муддатлар
1.	Пай фондини ишончли бошқарувчи қоидаларида давлат рўйхатидан ўтказилади.	Марказий банк ҳужжатларни 25 кун ичида кўриб чиқади.
2.	Малакали инвесторларни тан олиниши, мулкни ички ҳисобга олиш қоидалари, пайни тўлаш тартиби, пай фондини бухгалтерия сиёсати, пай фондини соф активларини аниқлаш қоидалари, пай фондини акциялари бўйича овоз бериш ҳуқуқи норматив ҳужжатлар асосида тасдиқланади.	
3.	Малакали инвесторларни тан олиниши (пай фонди малакали инвестор учун яратилган).	
4.	Бошқарувчи компания пай фондини шакллантириш учун транзит (депо) ҳисоб рақам очади.	Пай фонди қимматли қоғозларни сотиб олиш учун аризаларни қабул қилиш бошланганлиги тўғрисидаги хабарни тақдим этиш бошланишидан олдин ва ишончли бошқарувчи компаниянинг қоидалари рўйхатдан ўтгандан кейин.
5.	Бошқарувчи компания пай фонди учун махсус ҳисоб рақам очади.	Пай фонди қимматли қоғозларни сотиб олиш учун аризаларни топширишдан олдин ва ишончли бошқарувчи компаниянинг қоидалари рўйхатдан ўтгандан кейин.
6.	Пай фонди пай эгаларидан аризаларни қабул қилади.	Пай фондини шакллантириш пайтида, пай фондини ишончли бошқариш қоидалари билан белгиланади.
7.	Пай фондини ишончли бошқарувчи билан операциялар ҳисоб-китоб қилиш учун бошқарув компания ҳисоб рақам очади.	Ҳамма аризани қабул қилгунча.
8.	Пай фондини қимматли қоғозлари сақлаш учун бошқарувчи компания депо ҳисоб рақамини очади.	Ҳамма аризани қабул қилгунча.
9.	Пай фонди иштирокчилари пай кўринишида қимматли қоғозлар сотиб олиш учун шахсий ҳисобрақамларини очади.	Пай фондига инвестиция қилинган пайни берилган санадан олдин.

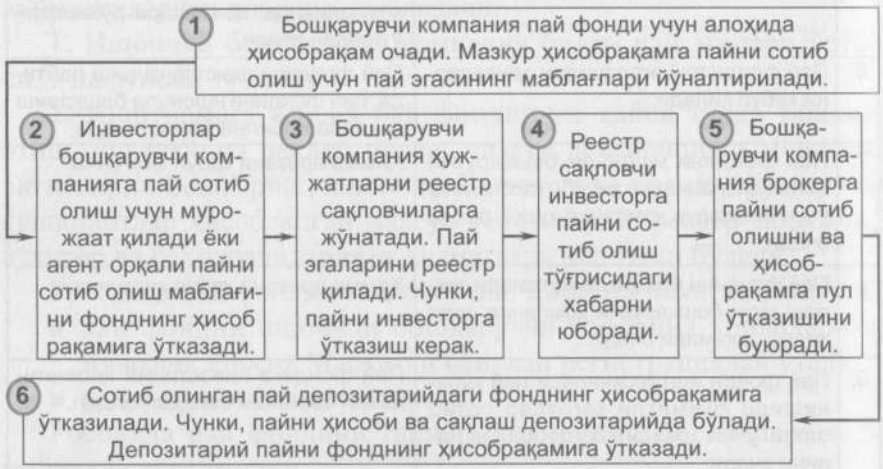
[1] http://www.pifconsulting.ru/articles/articles_337.html

№	Босқичлар	Муддатлар
10.	Пай фондида инвестиция қилган пайларни чиқариш.	Инвесторларнинг мулки фондга киритилган кундан кейин иш кунидан.
11.	Пай фондини шакллантириш якунланган ҳисоботни тасдиқлаш.	Пай шаклида қимматли қоғоз чиқариш санасидан бошлаб 5 кундан кечиктирмай.

Россия молия бозорида пай фондининг фаолияти тўртта ташкилотга, бошқарувчи компания, махсус депозитарий, махсус ҳисобкитоб клиринги ва аудитор ташкилотларига боғлиқ бўлади. Пай фонди тўғридан-тўғри ишончли бошқарувчи билан боғликдир (4.2-расм).

Пай фондларини ташкил этишда ривожланган мамлакатлар Россия ва АҚШ тажрибаларидан фойдаланиш мумкин. Фикримизча, пай фондининг инфратузилма 4.3-жадвал кўрнишида бўлиши мумкин.

4.3-жадвалдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, мамлакатимизда пай фондларини инфраструктурасида реестр сақловчилар мавжуд эмас. Чунки, ҳозирги кунда молия бозоримизда реестр сақловчилар ташкилоти фаолият юритмаяпти. Шунинг учун реестр сақловчи вазифасини депозитарий олиб бораётганидан келиб чиққан ҳолда, мамлакатимизга хос пай фондининг инфратузилмаси шакллантирилди. Пай фондлари ривожланган Рос-



***4.2-расм.* Пай фондида пайни сотиб олиши.[1]**

[1] http://www.globfin.ru/articles/funds/struct.htm

4.3-жадвал

ЎЗБЕКИСТОНДА ПАЙ ФОНДИНИ ИНФТУЗИЛМАСИ[1]

Бошқарувчи компания	Фонд мулкини бошқариши керак.
Депозитарий	Мулкни сақлаш, ҳисобини юритиш ва пай эгаларини реестри.
Агент	Фонд пайларини жойлаштириш ва сотиб олиш.
Аудитор	Бошқарув компаниясининг ҳисоботи ва бухгалтерия тўғрилигини текшириш.
Мустақил баҳоловчи	Фонд мулки қийматини баҳолайди.
Брокер	Қимматли қоғозларни сотади ва сотиб олади.
Инвесторлар	Пайларни сотади ва сотиб олади.
Давлат бошқарув органи	Ўзбекистон Республикаси Капитал бозори ривожлантириш агентлиги.

сияда пай фондлари инфраструктурасига реестр сақловчилар қўшилган. Чунки, Россия молия бозорида реестр сақловчилар ташкилоти фаолият юритади.

Бугунги кунда мамлакатимизда пай фондни ташкил этиш тўғрисидаги қонун мавжуд. Бироқ, мазкур фондниng ишлашини ташкил этиш босқичлари ва қонун ости ҳужжатлари мавжуд эмас. Шундан келиб чиққан ҳолда, мамлакатимиз молия бозорида пай фондини фаолиятини ташкил этиш учун қонун ости ҳужжатлар ишлаб чиқилиши мақсадга мувофиқ бўлади. Бунда Россия тажрибасидан фойдаланиш лозим. Россия мамлакатининг тажрибасидан келиб чиқиб, мамлакатимизда пай фондни ташкил қилиш 4.3-расмда ўз аксини топган.

4.3-расмда Ўзбекистонда пай фондни ташкил этиш механизми келтирилган бўлиб, унга асосан ишончли бошқарувчи пай фондини ташкил этиш тўғрисида қарор қабул қилингандан кейин пай эгалари (инвесторлар) билан ишончли бошқарувчилар ўртасида шартнома тузилади. Шартномада пай эгаларининг ҳар бир пайни бирлаштириш мақсадида пай фонди, уларнинг маблағлари киритилади. Иккинчидан, ишончли бошқарувчи пай фонди фаолиятини бошлашни Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ҳужжатлари тақдим этади. Мазкур ҳужжатлар агентлик томонидан кўриб чиқилиб рухсат этилади. Учинчидан, ишончли

[1] Муаллифлар томонидан тайёрланган.

4.3-расм. **Ўзбекистонда пай фондни ташкил этиш механизми.**[1]

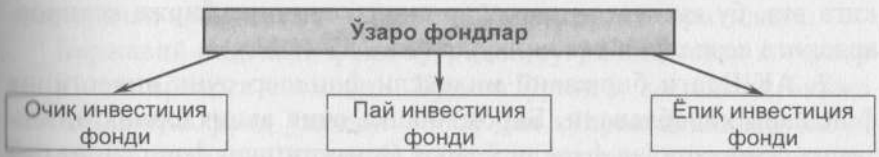
бошқарувчи компанияга пай фонди фолияти рухсат этилгандан кейин, ишончли бошқарувчи пай фондини шакллантириш учун депо транзит (депо) ҳисоб рақам очади. Ушбу ҳисоб рақам пай фонди номидан ишончли бошқарувчи компания фонд бозоридан қимматли қоғозларни сотиб олиш учун аризаларни қабул қилиш бошланганлиги тўғрисидаги хабарни тақдим этади. Бундан ташқари, ишончли бошқарувчи пай фондини шакллантириш учун банкда махсус ҳисоб рақам очади. Мазкур ҳисоб рақам пай фонди номидан ишончли бошқарувчи компания фонд бозоридан қимматли қоғозларни сотиб олишни бошлаганида очилади. Тўртинчидан, ишончли бошқарувчи компания томонидан пай фондининг инвестиция пайлари учун Марказий депозитарийдан депо ҳисоб рақами очилади. Унга асосан, пай фондидаги инвестиция пайларининг ҳуқуқлари ҳисобини юритади ва уларни сақлайди. Бундан ташқари, Марказий депозитарийда инвестиция пайларини реестри юритилади. Унга асосан, инвестиция пайлар реестрининг қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази томонидан белгиланган тартибда амалга оширилади.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, пай инвестиция фондини ташкил қилишда инвестиция фонди ривожланган Россия мамлакатлари тажрибасидан фойдаланиш лозим. Мамлакатимизда пай фондини ташкил этиш, бўш турган юридик ва жисмоний шахслардаги пул маблағларини жалб қилиш имкониятини беради.

[1] Муаллифлар томонидан тайёрланган.

4.3. Индексли фондлар ва уларнинг ўзига хос жиҳатлари

Жаҳон амалиётида ўзаро фондлар (mutual funds) деганда инвесторлардан йирик миқдордаги пул маблағарини жалб қилинган ҳолда битта йирик фондни шакллантириб, ушбу фонд маблағларини бир хил бўлган активларга яъни, акция, облигация, валюта бозорида инструментлар сотиб олиш мақсадида ўзининг акцияларини чиқарадиган юридик шахс тушинилади.[1] Бу 4.4-расмда ўз аксини топган.



4.4-расм. **Ўзаро фондларнинг тузилиши.**[2]

Очиқ инвестиция фонди дунёда кенг ривожланган биржа инвестиция фонди (***exchange-traded fund***) ҳисобланади. Нью-Йорк фонд биржада асосий савдоларни биржа инвестиция фонди билан пай инвестиция (unit investment trusts) фондлари амалга оширади. Очиқ инвестиция фонди ўзининг қимматли қоғозларини фонд менежерлари томонидан ҳар куни савдо якунлаётганда қайта сотиши ҳам мумкин. 1990-йилларда АҚШ фонд бозорида пассив инвестиция стратегияларининг афзалликларини тўлиқ амалга оширишга муваффақ бўлган инвестиция фондларининг янги моделлари пайдо бўлди. Улар Exchange Traded Funds (ETFs) – биржавий индексли фондлардир. Биржавий индексли фонд (ETFs) – бу бозор қимматли қоғозлари, хом-ашё, облигациялар ва активлар баҳоларини индексда амалга оширади. Биржавий индексли фондларнинг фаолият механизми бошқа инвестиция фондлари билан таққослаганда қуйидаги хусусиятларга эга:

1. Биржавий индексли фонд – пассив бошқариладиган инвестиция портфели билан маблағларни таркиби умумий қабул қилинган фонд индексларидан бири таркибига ва тузилишига мувофиқ шаклланади. Биржавий индексли фондлар фонд биржалар индексини таркибий тузилмасига ўхшаган индекс билан соф актив-

[1] http://www.investopedia.com/terms/m/mutualfund.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186

[2] Муаллифлар томонидан тайёрланган.

ларини акс эттиради. Инвестиция фондларидан фарқланадиган жойи биржавий индексли фондлар ўзининг индикаторларини индекс кўринишида акс эттиради. Асосий индексдаги реал вақтда инвесторлар учун мавжуд бўлган ҳар қандай ўзгаришлар биржавий индексли фонд портфелининг бозор қийматидаги ўзгаришини ва унинг қимматли қоғозларининг киритиш қийматини жуда тўғри акс эттиради. Қимматли қоғозлар фонд биржасида қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотиш тўғрисида қарор қабул қилинганда, тажрибасиз инвестор тўлиқ маълумот олиш ҳуқуқига эга, бу қимматли қоғозлар акцияларининг биржа котировкаларига сезиларли таъсир кўрсатади.

2. АҚШдаги биржавий индексли фондлар очиқ инвестиция фондлари ҳисобланади. Бироқ, бошқа очиқ акциядорлик инвестиция фондларидан фарқли ўлароқ (инвестицион фондлар ва пай инвестиция трастлар) қимматли қоғозлар алмашинуви биржавий индексли фондларининг кичик инвесторлар учун турли усуллар ёрдамида юқори ликвидли активлар билан таъминланади.

3. Институционал инвесторлар катта миқдорда қимматли қоғозлар фондлари индексидаги маблағларни (3–5 млн. доллардан кўпроқ) сотиб олишлари ва уларни тўғридан-тўғри бошқарувчи компания орқали сотиши ҳам мумкин. Қимматли қоғозлар сотиб олинган тақдирда, олди-сотдини биржадан ташқарида ишлайдиган биржавий индексли фондлари бошқарув компаниялари амалга оширади, ушбу қимматли қоғозларни инвесторга бериш фақатгина биржа-савдосининг фондлари инвестиция портфели таркибига мос келадиган қимматли қоғозлар пакети эвазига амалга оширилади. Биржавий индексли фондни биржа савдосининг фондлари портфел тузилишига мос келадиган қимматли қоғозлар пакетидаги қимматли қоғозларни сўндиришда маблағлар инвесторга қайтариб берилмайди.

Ўзаро инвестиция фонди билан биржавий индексли фондни (EFTs) фарқи шундан иборатки, биржавий индексли фонд оддий акциялар билан фонд биржасида савдони ташкил этади. Биржавий индексли фонд активларини баҳоси кун давомида доим ўзгариб туради, чунки бу фонд доим фонд бозорида активларини сотади ва сотиб олади. Биржавий индексли фонднинг асосий олтин қоидаси кунлик юқори ликвид ва кам трансакцион тўловларга эга бўлган активларни сотиб олишни амалга оширади ва натижада индиви-

дуал инвесторларни жозибадорлигини оширади. Биржавий индексли фонд пай инвестиция фондини бир кўриниши бўлиб, ушбу фонднинг асосий хусусияти фонд бозори индекс кўринишида қимматли қоғозлар савдоси билан шуғулланади. Биржавий индексли фонд пай фондига ўхшайди ва энг машҳур инновациядаги қимматли қоғозлар инструментлари бўлиб, лекин бу фонднинг активлари қимматли қоғозлар, облигация, хом-ашё ва валютадан иборат бўлади. Биржавий индексли фонд ўзининг активларини қимматли қоғозлар портфелида шакллантиради, баъзан оддий акциялардаги каби котировка қилиниб «савват» деб юритилади.

Биржавий индексли фонд тўғридан-тўғри қимматли қоғозларни инвесторларга сотмайди. Бунинг ўрнига, ҳомийлик биржавий индексли фонд ўзининг 50000 дан кўпроқ акциялар блокини ишлаб чиқади. Сўнгра бу пакетлар ваколатли иштирокчилар томонидан макет-мейкер, профессионал ва институционал иштирокчиларидек қимматли қоғозларни сотиб олади. Ундан кейин ваколатли иштирокчилар акциялар пакетини фонд биржасига жойлаштиради. Бу пакетдаги ҳар бир акция активларини улушлари бўйича ҳуқуқларини кўрсатади.

Биржа инвестиция фонди (Exchange Traded Fund) биринчи бўлиб Америка фонд биржасида (American Stock Exchange, AMEX) 1993 йилда SPDR S&P 500 ETF Стандарт ва Пуарсни (Standard and Poor's Deposit Receipt) депозит тилхатлар асосида қимматли қоғозлар бозорида савдони амалга оширди. 2014 йилда йиллик оборот 5,32 трлн. доллар ва энг йирик биржавий индексли фонд 215 млрд. доллар оборотни ташкил этган.[1]

Биржавий индексли фонд акциялари каби котировка қилиб, Стандарт ва Пуарсни депозит тилхатлари кун давомида маржа билан сотиш ва зарарсиз сотиб олишни амалга оширди. Ҳар доим инвестор биржавий индексли фонд активларини сотиб олганида, у фондининг индексига қараб инвестиция қилади. Бундан ташқари, биржавий индексли фонд нооддий ҳуқуқий тузилишга эга бўлиб, ноёб маҳсулотлар билан инвестицион фаолиятни амалга оширади. Инвестиция фондидан фарқли равишда, биржавий индексли фонд бозорида оддий акциялар билан савдони амалга оширади. Кўпчилик биржавий индексли фондлар ўзининг индексига эга

[1] Deutsche Bank. ETF industry annual report 2014.

бўлиб, бу турли хил қимматли қоғозлар тўпланишидан шакланади. Биржавий индексли фондлар инвестицион харажатлари ва солиқ самарадорлигининг пастлиги сабабли, бу фонд инвестиция жозибадорлик хусусиятига эга.[1]

EFTs дистрибюторлари фақат активларни сотиб олиш ва сотишни EFTs фондининг ваколатли иштирокчилари ўртасида бўлади. EFTs фондининг ваколатли иштирокчилари активларини узоқ муддатли инвестиция қилишни истайди, лекин улар одатда қимматли қоғозлар бозорида маркет-мейкер хизматидан фойдаланиб, ўзининг қимматли қоғозларини бозор баҳосида соф активларини қийматини кун давомида ликвидлигини таъминлайди.

Чакана брокерлар EFTs фондини қимматли қоғозларнинг иккиламчи савдосини амалга оширади. EFTs фонди ўзаро фонд ва пай инвестиция фондларини хусусиятларини бирлаштирган бўлиб, ўзининг соф активлари қиймати учун ҳар куни савдонинг охирида олди-сотдини амалга оширади. Олди-сотдини амалга ошириш хусусияти ёпиқ инвестиция фонди кўринишида бўлиб, кун давомида активларининг баҳоси соф активларнинг баҳосидан паст ёки юқори бўлиши мумкин, лекин ёпиқ инвестиция фондлар EFTs фондидек савдони амалга оширмайди. EFTs фондлар катта брокер-дилер билан шартнома тузиб, EFTs қимматли қоғозлар блок саватини бир бирликдаги қимматли қоғозлардан яратади. Бу блокда EFT фонди максимал ўн минг дона қимматли қоғозлари жойлаштирилади ва блок саватида асосий қимматли қоғозлар одатда пул воситасида айрибошланмасдан балки товар, хом-ашё, хизматлар билан айрибошланади.

EFTs фондлар АҚШда 1993 йилдан бошлаб ва Европада эса 1999 йилдан бошлаб фаолият юрита бошлаган. EFTs фондлар индексли фондлар бўлиб, 2008 йилдан АҚШни қимматли қоғозлар биржа коммиссияси EFT фондлари фаоллик билан яратишга рухсат берди. EFTs фондлар солиқ самарадорлиги ва кам транзакцион харажатларда фаолият юритади. EFTs фондларга АҚШда 1993 йилдан 2015 йилгача 2 триллион долларда инвестиция қилинган. 2015 йил охирига келиб 1800 та турли хил маҳсулотларини бозор секторида деярли қамраб олди ва бозорда ўзининг стратегиясига эга бўлди.

[1] http://www.businesswire.com/portal/site/google/?ndmViewId=news_view&newsId=20080610006204&newsLang=en

Dean Bros Investment банк нефть сектори инвестиция жозибадорлигини ошириш мақсадида бозордаги нефтга айирбош қиладиган ETFs фондини яратди. Dean Bros Investment банки қимматли қоғозлар ва биржа коммисияси билан ETFs фонди қанча қимматли қоғоз билан шаклантиришни келишиб олди. Бундан ташқари, Dean Bros Investment банк бошқа фондлар ва компанияларнинг қимматли қоғозларига ўхшаб ETFs фондини қимматли қоғозларини ўз ичига олган ҳолда алоқа қилади. Бу оддий қимматли қоғозларни ва Custodial банкга жўнатади ва натижада Dean Bros Investment банкнинг нефть ETFs фонди шаклланади. Нефть ETFs фонди қимматли қоғозларни Custodial банкга жўнатади ва бу банк орқали қимматли қоғозлар АҚШ қимматли қоғозлар бозорида сотилади.

Таҳлиллар кўрсатишича, сўнгги ўн йилликда биржа акциялари котировка қилинадиган фондларнинг активлари юқори суръатларда ошган (4.4-жадвал). Бу эса, кейинги пайтларда ETFsларнинг роли ортиб бораётганлигидан далолат беради. Зеро, 2019 йилда бундай инвестиция фондларининг активлари 2007 йилга нисбатан қарийб 7 баробар кўпайган. Таҳлилдан кўриниб турибдики,

4.4-жадвал

АҚШ ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ УМУМИЙ СОФ АКТИВЛАРИ
ЙИЛ ОХИРИГА МЛРД. АҚШ ДОЛЛАРИДА[1]

Йиллар	Биржавий индексли фонд (exchange-trade fund, ETFs)	Пай инвестиция фондлари (unit investment trusts)
2007	608	53
2008	531	29
2009	777	38
2010	992	51
2011	1,048	60
2012	1,337	72
2013	1,675	87
2014	1,975	101
2015	2,101	94
2016	2,525	85
2017	3,401	85
2018	3,371	70
2019	4,396	79

[1] 2020 Investment Company Fact Book - p. 34 (www.icifactbook.org).

биржавий индексли фондларнинг соф активлари йилдан йилга ўсиб борувчи тенденцияга эга.

АҚШ молия бозорида биржавий индексли фонд ривожланиши инвесторлар учун молия бозори инновацион ривожланишининг энг сўнгиси бўлиб, 1990 йилдан 2010 йилгача 1000 га яқин биржавий индексли фондлар ташкил топди. Биржавий индексли фонднинг фаолияти механизми қимматли қоғозларни сотиб олиб қимматли қоғозлар саватини шакллантиради ва ушбу савват орқали қимматли қоғозлар бозорида савдони амалга оширади.[1]

4.4. Хусусийлаштириш инвестиция фондлари ва ваучерлар

Хусусийлаштириш инвестиция фондлари (ХИФлар) хусусийлаштириш фондларининг турларидан бири ҳисобланади, аҳолининг кенг табақаларини хусусийлаштириш жараёнига жалб этиш мақсадида ташкил этилади ҳамда аҳолининнг пул маблағларини, уларни кейинчалик хусусийлаштириладиган давлат корхоналари акцияларини сотиб олишга йўналтирган ҳолда, жамлашга даъват этилгандир. Хусусийлаштириш инвестиция фонди очиқ акциядорлик жамияти ҳисобланади. У фаолиятнинг қуйидаги турларини амалга оширади:

- ўз акциялари эмиссияси ҳисобидан маблағларни хусусийлаштирилаётган корхоналарнинг қимматли қоғозларига жалб қилиш, ўз маблағларини ва олинган махсус давлат кредитларини инвестиция қилиш;
- қимматли қоғозлар билан савдо қилиш;
- ўз акцияларига эгалик қилган корхоналарни ривожлантиришда ва самарадорлигини оширишда акциядор сифатида қатнашиш.

Хусусийлаштириш инвестиция фондларининг ўзига хос хусусиятлари қуйидагилардан иборат:

- ХИФлар томонидан хусусийлаштирилаётган корхоналарнинг чиқарилаётган акциялари умумий сонининг камида 30 фоизгачасини номинал қиймати бўйича сотиб олиш имконияти;

[1] *Frederic S. Mishkin and Stanley G.* Eakins. Financial Markets and Institutions. USA 8th edition 2017. pp-344

- ўз умумий активларининг 10 фоиздан кўп бўлмаган миқдорини бир эмитент қимматли қоғозларига инвестиция қилиш имконияти. Мазкур чеклаш акцияларни аҳолига тарқатиш якунлари бўйича амалда тўланган ХИФларнинг устав сармояси рўйхатдан ўтказилгунга қадар бўлган даврга амал қилмайди. ХИФ тўланган устав сармояси рўйхатдан ўтказилган кундан бошлаб, бир ой давомида инвестиция портфелини мазкур чеклашга мувофиқлаштиришга мажбурдир;
- ХИФ ёпиқ турдаги инвестиция фонди ҳисобланади ва қимматли қоғозларни уларни сотиб олиш мажбуриятисиз эмитация қилади;
- махсус давлат кредитини олиш ҳуқуқининг мавжудлиги;
- ХИФлар нафақат хусусийлаштирилган давлат корхоналари акцияларига, шунингдек Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ давлат қимматли қоғозларига маблағларни инвестиция қилиш ҳуқуқига эгадир;
- хусусийлаштириш инвестиция фонди юридик шахснинг бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларига қайта ташкил этилиш ҳуқуқига эга эмас. Инвестиция фондини бирлаштириш, қўшиш, бўлиш, ажратиб чиқариш қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда амалга оширилади.

ХИФларнинг инвестиция портфелини ташкил этувчи акцияларни сотиш ўз акцияларини қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари томонидан ташкил этилган биржа ёки биржадан ташқари бозорларда аҳоли ўртасида жойлаштириш тугалланган кейингина амалга оширилади. Давлат ҳокимияти ва бошқаруви органлари, давлат томонидан бевосита ёки билвосита назорат қилинадиган шахслар (жисмоний ёки юридик), устав фондида давлат улуши 25 фоизни ва ундан ортиқни ташкил этувчи корхона, шунингдек акциялари ХИФлар томонидан сотиб олинган корхоналар ХИФлар томонидан сотиладиган хусусийлаштирилган корхоналар акцияларини сотиб олиш ёхуд бошқа усул билан ўз мулкига олиш ёки тасарруф этиш ҳуқуқига эга бўлмайди.

ХИФни таъсис этиш ва унинг фаолиятини лицензиялашда камида иккита муассис бўлиши мумкин. Яъни, юридик ва жисмоний шахслар, шу жумладан устав сармоясида акцияларнинг 25 фоизи-

дан камроғи давлатга тегишли бўлган корхоналар ХИФ муассислари ва акциядорлари бўлиши мумкин. Давлат ҳокимияти ва бошқаруви органлари ХИФларнинг муассислари бўлиши мумкин эмас.

ХИФни таъсис этиш тўғрисидаги қарор муассислар томонидан қабул қилинади, бу ҳақда улар ўртасида таъсис шартномаси тузилади. ХИФнинг устав фонди уни таъсис этишда ўз муассисларининг улушлари ҳисобига шаклланади ва у 1 600 млн. сўмга тенг бўлиши керак. ХИФ устав фондини шакллантириш фақат пул маблағлари қўйиш орқали амалга оширилади. Муассислар устав фонди қийматининг 100 фоизини ХИФ давлат рўйхатидан ўтказилган кундан бошлаб 30 кундан кечикмай тўлашлари шарт. Хусусийлаштириш инвестиция фонди фаолиятини лицензиялаш Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан белгиланган тартибда амалга оширилади. Ҳужжатларни, пул белгиларини, қимматли қоғозларни сохталаштирганлиги, талон-тарож қилганлиги ёки порахўрлиги ва бошқа молиявий жиноятлари учун судланган шахслар, шунингдек, давлат ҳокимияти ва бошқаруви органлари мансабдор шахслари ва раҳбарлари инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиси, Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси хизматчилари, мансабдор шахслари ёки раҳбарлари, шунингдек ХИФ кузатувчи кенгашининг аъзолари бўлишлари мумкин эмас. Ушбу талабнинг бажарилиши рўйхатдан ўтказувчи орган ва Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази томонидан назорат қилинади.

ХИФ инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиси фаолияти хусусиятлари қуйидагилардан иборат. Инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиси ХИФнинг Кузатувчи кенгаши топшириғига биноан ўз фаолиятини ХИФ номидан амалга оширади, корхоналар акциядорлари йиғилишларида ушбу корхоналарнинг ХИФга тегишли акцияларига мувофиқ қатнашади. ХИФ қатнашчилари, шу жумладан, Кузатувчи кенгаш аъзолари инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиси муассислари ва аъзолари, инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиси муассислари, унинг раҳбари, мансабдор шахслари, мутахассислари ва уларга тобе шахслар ХИФ акциядорлари бўлиши мумкин эмас. Хусусийлаштириш инвестиция фондлари ҳисоб-китоб счёти

бўйича банк операциялари инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиси томонидан фақат Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг ХИФ маблағидан мақсадли фойдаланилишини тасдиқловчи ваколатли шахси билан келишилган ҳолда амалга оширилиши мумкин.

ХИФлар томонидан акциялар чиқариш учун Ялпи хусусийлаштириш жараёнига аҳолининг кенг табақаларини жалб қилиш мақсадида ХИФлар томонидан Хусусийлаштириш инвестиция фондлари акциялари (кейинги ўринларда ХИФ акциялари деб аталади) чиқарилади. Дастлабки жойлаштиришда ХИФ акциялари қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда номинал қиймати бўйича 100 сўмдан сотилади. Ўзбекистон Республикасининг ҳар бир фуқароси паспортини кўрсатган ҳолда ХИФ акцияларини номинал қиймати бўйича сотиб олиши мумкин.

Хусусийлаштириш инвестиция фонди акциялари аҳолига жойлаштирилиши якунлари бўйича унинг амалда тўланган устав сармояси рўйхатдан ўтказилгандан кейин ҳар бир акциядор (муассис ва қатнашчи)нинг қатнашиш улуши бир ойдан кўп бўлмаган муддатга ХИФ устав сармояси 5 фоизидан ошиши мумкин эмас. ХИФ билан тузилган шартномага мувофиқ ушбу бандга риоя этилишини Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси назорат қилади. ХИФлари акцияларини сотиб олинадиган нақд пул маблағлари мажбурий инкассация қилинган ҳолда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан белгиланган касса операцияларини юритиш тартибига мувофиқ амалга оширилади.

Касса интизомига риоя қилинишини ХИФлар акцияларини тарқатувчиларга хизмат кўрсатувчи банклар назорат қиладилар. ХИФлар акцияларини сотиш қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари томонидан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда амалга оширилади. Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг ХИФлар акцияларини сотишга доир харажатлари Ўзбекистон Республикаси Хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитасининг ХИФлар акцияларини сотишдан тушган маблағлари ҳисобига улар томонидан сотилган акциялар суммасининг 2 фоизидан ошмайдиган миқдорда қопланади. ХИФларини Ўзбекистон Республикаси Хусусийлаштирилган корхоналарга

кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси томонидан, аҳолига сотилган акциялари пакетлари миқдоридаги маблағ профессионал иштирокчиларга қайтарилади.

ХИФ акциялари эгасининг номи ёзилган оддий акциялар ҳисобланади. Ҳар бир акция акциядорлар умумий йиғилишида бир овоз, дивидендлар олиш ҳуқуқини,шунингдек қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ҳуқуқларни беради. ХИФ акцияларни фақат икки марта чиқаради. ХИФ унга бирлашган бошқа ХИФнинг акциясини алмаштириш учун акцияларнинг қўшимча миқдорини чиқарган ҳоллар бундан мустасно. Бир ёки бир неча ХИФ қўшилганда янгидан ташкил этилган ХИФ ўз акцияларини муомалага фақат бир марта, уларни қўшилиш жараёнида тугатилаётган ХИФларнинг акцияларига алмаштириш учун чиқариш ҳуқуқига эгадир. ХИФ акциялари биринчи марта ХИФни таъсис этишда муассислар томонидан устав фондига қўшилган улушларни қоплаш учун чиқарилади. ХИФ акциялари иккинчи марта акцияларни аҳолига сотиш учун чиқарилади ва у ХИФ давлат рўйхатидан ўтказилгандан кейин 3 ойдан кечиктирмай чиқарилиши керак. ХИФларнинг иккинчи эмиссия проспекти рўйхатдан ўтказилган кундан бошлаб 6 ой мобайнида жойлаштирилади.

Хусусийлаштирилган корхоналар акцияларини хифлар томонидан сотиб олиш тартиби қуйидагилардан иборат:

а) хусусийлаштирилган корхоналарнинг акциялари ХИФларга Акцияларнинг номинал қийматига тенг чекланган нарх бўйича сотилиши керак. Акцияларга чекланган нарх бўйича очиқ обунада ХИФларнинг харид қобилияти фонд акцияларини аҳолига сотишдан тушган ҳамда тўланган таъсис бадаллари суммасидан келиб чиққан ҳолда белгиланади. Савдоларни ташкил этиш тартиби Ўзбекистон Республикаси Хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси ваколат берган орган томонидан белгиланади. Очиқ обунани ўтказиш куни уни ўтказишдан бир ҳафта олдин оммавий ахборот воситаларида эълон қилиниши лозим. Агар битта эмитент акцияларини харид қилишга тушган буюртманомалар сони таклиф этилаётган миқдордан ортиқ бўлса, у ҳолда акцияларни тақсимлаш, буюртманома берган ҳар бир ХИФнинг амалда тўланган (ким ошди савдоси ўтказилиши санасида) устав фонди ҳисобга олинган

ҳолда берилган буюртманомаларга тенг нисбатда амалга оширилади;

б) очиқ обунанинг биринчи раундида ХИФларга сотилмай қолган акциялар мазкур бандниг «а» кичик бандига мувофиқ биржа бозорида очиқ савдога қўйилади. Агар ушбу акциялар (ёки бу акциялар пакетининг бир қисми) биржа бозорига қўйилган кундан бошлаб 60 календарь кун мобайнида сотилмай қолса, улар кейинги 15 кун мобайнида ХИФларга очиқ обунанинг иккинчи раундига тақдим этилади, акцияларни уларнинг номинал қийматига тенг нархда сотиш бошланади, талаб бўлмаганда эса, нарх босқичма-босқич пасайтирилади ва акциялар талаб нархи бўйича, лекин номинал қийматидан 85 фоиз кам бўлмаган нархда сотилиши мумкин.

ХИФ томонидан очиқ обунанинг иккинчи раундида акциялар харид қилинганда ХИФларга давлат кредити берилмайди. Очиқ обунада иккинчи эмиссия қилинган қимматли қоғозга талаб бўлмаганида ХИФлар таркибидаги хусусийлаштирилган корхоналарнинг акцияларини сотиш тўхтатилади.

в) акциялар сотилгандан кейин Ўзбекистон Республикаси Хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси зудлик билан акцияларга эгалик қилиш ҳуқуқини харидорга беради. Ҳеч қандай шахс ёки давлат органи бундай сотиш санаси ва мазкур акцияларга эгалик қилиш ҳуқуқи харидорга ўтиши санаси ўртасидаги даврда хусусийлаштирилган давлат корхонаси сармоясига, активларига ёки операцияларига таъсир этадиган бирор-бир ҳаракат қилиш ёки бошқача усулда бундай корхона акцияларига эгалик қилиш ҳуқуқини амалга ошириши мумкин эмас.

Қуйидаги ҳолларда ХИФлар фаолиятини тўхтатиш мумкин:

- Махсус давлат кредити бўйича қарзларини тўлагандан сўнг ХИФлар, хусусийлаштирилган корхоналар акцияларини номинал қиймати бўйича харид қилиш ва махсус давлат кредити олиш ҳуқуқини йўқотган ҳолда, умумий мақсадлардаги инвестиция фондларига айлантирилиши мумкин.
- ХИФни инвестиция фондига айлантириш учун акциядорлар умумий йиғилиши қарори, Устав ва Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари талабларига мувофиқлаштирилган ҳолда тегишли лицензия олингандан кейин амалга оширилади.

► ХИФ банкрот бўлган тақдирда бошқарувчи тугатувчи, ХИФ ихтиёрий равишда тугатилган тақдирда эса, тугатиш комиссияси очиқ ким ошди савдоси шаклида унинг активларини сотади. Ушбу очиқ ким ошди савдосида хусусийлаштирилган корхоналар акцияларини сотиб олиш ҳуқуқига эга бўлган исталган юридик жисмоний шахс қатнашиши мумкин. Давлат ҳокимияти ва бошқаруви органлари, давлат томонидан бевосита ёки билвосита назорат қилинадиган шахслар (жисмоний ёки юридик), устав фондида давлат улуши 25 фоизни ва ундан ортиқни ташкил этувчи корхона, шунингдек акциялари ХИФлар томонидан сотиб олинган корхоналар ХИФлар томонидан сотиладиган хусусийлаштирилган корхоналар акцияларини сотиб олиш ёхуд бошқа усул билан ўз мулкига олиш ёки тасарруф этиш ҳуқуқига эга бўлмайди.

Назорат учун саволлар

1. *Коллектив инвестициялаш институтларининг моҳияти нималардан иборат?*
2. *Пай фондлари, уларнинг турлари ва хусусиятларини тушунтириб беринг.*
3. *Индексли фондларнинг ва уларнинг ўзига хос жиҳатлари нималардан иборат?*
4. *Хусусийлаштириш инвестиция фондлари ва ваучерларни изоҳлаб беринг.*
5. *Инвестиция фондлари ривожланишининг замонавий тенденцияларини гапириб беринг.*
6. *Пай фондининг турларини тушунтириб беринг?*
7. *Пай фонди ва инвестиция фонди фаолиятининг фарқли жиҳатлари нимадан иборат?*
8. *Инвестиция фондининг фаолиятидаги чекловларни тушунтириб беринг.*
9. *Пай фондининг инвестиция активларини тасарруф этишдаги чекловлар нималардан иборат?*
10. *Инвестиция фондини қайта ташкил этиш ва тугатишнинг ўзига хос хусусиятлари нималардан иборат?*

5-БОБ

МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ ИНСТИТУЦИОНАЛ ИНВЕСТОРЛАРИ ВА ҚАТНАШЧИЛАРИ

5.1. Молия бозори институционал инвесторларининг таркиби

Сўнгги ўн йилликлар давомида ихтисослаштирилган банкдан ташқари пул-кредит институтлари – суғурта компаниялари, нодавлат пенсия жамғармалари, инвестицион компаниялар, фондлар ва бошқалар инвестициялар молия бозорида муҳим ўрин тутди. Ушбу ташкилотлар, инвестицион банклар билан биргаликда, анъанавий равишда институционал инвесторлар деб аталади.

Молия бозорининг институционал инвестори – бу юридик шахс ҳисобланиб, даромад олиш мақсадида пул маблағлари эгаси (улуш шаклида) ва қимматли қоғозларга, кўчмас мулкка (шу жумладан кўчмас мулкка бўлган ҳуқуқларга эга бўлиш учун) инвестиция қилиш ҳисобланади.

Профессор И.Л. Бутиков таърифига кўра, институционал инвестор – бу ўзи томонидан жалб этилган маблағларни қимматли қоғозларга инвестиция қилувчи юридик шахсдир.[1] Институционал инвестор – бу ўз фаолиятининг хусусиятига кўра якка инвесторларнинг катта ҳажмдаги вақтинча бўш турган маблағларини тўплайди. Уларга тижорат банклари, суғурта компаниялари, пенсия жамғармалари, инвестиция ҳамда хусусийлаштириш инвестиция фондлари, инвестиция компаниялари ва айрим бошқа ташкилотлар киради. Бизнинг фикримизча, молия бозорининг институционал инвестори – бу молия институтлари (суғурта компаниялари, пенсия фондлари ва бошқалар) даромад олиш мақсадида ўз капиталларини жойлаштириш учун молиявий инструментларга инвестиция қилиш ҳисобланади. Молия бозори институционал инвесторларининг таркиби 5.1-расмда акс этирилган.

[1] *И.Л.Бутиков*. Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. – Т.: «Консаудитинформ», 2001. 184-б.

5.1-расм. **Молия бозори институционал инвесторларининг таркиби.**[2]

Молия бозорининг институционал инвесторларга инвестиция фондлари, пенсия фондлари, суғурта ташкилотлари, кредит уюшмалари (банклар) киради. Институционал инвесторлар Нью-Йорк фонд биржасида савдо айланмасининг ярмини институционал инвесторларнинг акцияларини олди-сотдисини ташкил этади. АҚШда малакали институционал инвестор тушунчаси мавжуд. АҚШ малакали институционал инвестор (qualified institutional investor) қимматли қоғозлар ва биржани назорат қилиш агентлигидан рўйхатдан ўтмасдан ҳам бошқа институционал инвесторлар билан савдо қилиш ва қимматли қоғозларни жойлаштиришга рухсат берилган институционал инвестор ҳисобланади. Бунинг учун институционал инвесторлар кенг жамоатчиликка активларни жойлаштирмайди. Чунки, институционал инвесторларнинг бошқарувидаги активлар камида 100 миллион долларга эга бўлиши талаб қилинади.

Замонавий молия бозорларида институционал инвесторлар энг муҳим иштирокчилар қаторига киради ва уларнинг фаол ривожланиши 1980-йиллар охиридан эътиборан қайд этилган. Институционал инвесторлар инвестиция ресурсларини янада самарали бошқаришни таклиф этадилар. Чунки, индивидуал инвесторларда зарур инвестициялар ва тажрибалар етишмаслиги сабабли, йирик инвестиция жараёнини амалга ошира олмайди.

Институционал инвесторлар алоҳида инвесторларни молия бозорининг турли инструментларига инвестициялаш орқали

[1] Муаллифлар томонидан тайёрланган.

рискларни диверсификациялашни таъминлайди. Бундан ташқари, кичик инвесторлар маблағларини жамғариб боради, бироқ институционал инвесторлар қимматли қоғозлар тўплайдилар, натижада ушбу қимматбаҳо қоғозлар бозорида операциялар нархини пасайтириш имконини беради.

Институционал инвесторларнинг фаолияти халқаро молия бозорлари тузилмасининг эволюциясига сезиларли таъсир кўрсатади. Охирги йилларда инвестицион банклар ва молиявий компанияларнинг халқаро операцияларни амалга ошириши, аввалambор, тижорат банкларининг тузилмаларини ва молия бозор сегментининг ривожланишига олиб келди. Халқаро портфел инвестицияларининг ўсиши асосан институционал инвесторларнинг фаолиятининг кенгайишига олиб келган. 70-йилларнинг охиридан бошлаб трансчегаравий оқимларда кучли ўзгаришлар юз берди, натижада банкларнинг халқаро қарз берувчилар сифатида заифлашиши ва уларнинг инвестиция базасининг пасайиши пенсия фондлари ва суғурта компаниялари инвестицияларининг сезиларли ўсиши билан бир вақтда, хорижий инвестицияларни жалб қилиш бўйича ихтисослаштирилган фондлар молия бозорларида шаклланди.

Жаҳоннинг йирик институционал (коллектив) инвесторлари ўз тасарруфидаги маблағлар ҳисобидан ҳозирда миллий иқтисодиётларга нафақат сезиларли таъсир кўрсатибгина қолмасдан, балки уларни ўзгартириб юборишга ҳам қодирлар. Бундай муассасалар миллий иқтисодиётларни ҳимоялаш билан бирга жаҳон валюта тизимини мустаҳкамлайди. Масалан, Иқтисодий ҳамкорлик ва ривожланиш ташкилотининг таркибига кирувчи мамлакатлар суғурта компаниялари қимматли қоғозлар портфеллари умумий ҳажми 2008 йилга келиб 8978,8 млрд.долларга етди, коллектив инвесторлари ялпи активлари 700 млрд.доллардан ортиқ бўлиб, улар 1262 та бошқарувчи компания томонидан бошқариладиган 22000 та фондларга жойлаштирилган. Бунда АҚШ институционал инвесторлари молия бозорларининг 75 фоизигача миқдоридаги активларни назорат қилади.

Ҳозирда портфель инвестициялари муассасалари акциядорлик капиталининг бош эгаси сифатида компаниялар тақдирини ҳал қилишда сезиларли иштирок этмоқда. Бундай инвесторлар молия инжинирингги асосида қимматли қоғозлар курсини мак-

сималлаштириш ҳуқуқини амалга оширадилар ва жуда катта ҳажмларда қўшимча молиявий ресурсларни жалб қиладилар. Бунда портфелларнинг халқаро диверсификацияси на фақат портфеллар ҳажмини, балки инвесторларнинг жамғармаларини ҳам орттириб боради.

2008 йил бошига келиб жаҳондаги коллектив инвесторларнинг активлари 17 трлн. доллардан ошиб кетди, хусусан; акция фондлари соф активлари – 6 трлн. доллар, гибрид фондлар активи – 656 млрд. доллар, облигацияларнинг солиққа тортилувчи фондлари активлари – 1 трлн. доллар, муниципал облигациялар фондлари активлари – 373 млрд. доллар, пул бозорининг солиққа тортилувчи фондлари активлари – 2 трлн. доллар, пул бозорининг солиққа тортилмайдиган фондлари активлари – 300 млрд. доллар. Фақат инвестиция фондларининг сонигина 8000 дан ортиб кетди.

Умуман олганда, халқаро институционал инвесторлар кўпчилик ривожланаётган давлатлар маблағларига эквивалент ёки бир неча маротаба кўп миқдордаги молиявий ресурсларга эга. Бундай молиявий устунлик ушбу муассасаларга кўпчилик ривожланаётган иқтисодиётларга сезиларли ёки тақдирига кескин таъсир кўрсатиш имконини беради, давлат ва компанияларнинг инвестицияларга бўлган талабини қондиришга қодирлар. Масалан, АҚШда Федерал захира тизими қимматли қоғозларни сотиб олиш орқали хусусий секторни тўғридан-тўғри молиялаштириш амалиётига ўтиш орқали ликвидлиликни таъминлашнинг янги усулига ўтди.

Институционал инвестор фойда олиш мақсадида, инвестицияларни жалб қилади, шунингдек, бошқарувчи компания сифатида тегишли лицензия асосида фаолият юритади.

Мамлакатимиз қонунчилигига асосан молия бозори институционал инвестор бўлиб, инвестиция фондлари, суғурта компаниялари ва тижорат банклари ҳисобланади. Институционал инвесторнинг асосий мақсади капитални кўпайтиришни ва уни ликвидли шаклда сақланишини таъминлаш ҳисобланади. Институционал инвесторнинг асосий функцияси эса, молия бозорини инструментларга ва қимматли қоғозларга фаол равишда пул маблағларини қўйишдан иборат.

Институционал инвесторлар фаолиятининг асосий тамойиллари қуйидагилардан иборат:

1) Институционал инвесторлар молиявий барқарорликни таъминлаш мақсадида ўз активларини ишончлилик, диверсификациялаш, қайтаришлилик, фойдалилик ва ликвидлилик тамойиллари асосида қимматли қоғозларга инвестиция қиладилар.

2) Институционал инвесторлар қимматли қоғозлар бозорида инвестицияларни амалга оширишда қуйидаги асосий тамойилларга риоя қилишлари лозим:

- инвестицияларни профессионал бошқариш;
- манфаатлардаги зиддиятлар тўғрисида огоҳлантириш;
- ахборотларнинг шаффофлигини таъминлаш.

3) Инвестицияларни профессионал бошқариш институционал инвесторлар томонидан қуйидаги йўллар билан таъминланади:

- зарурат туғилганда, қимматли қоғозлари инвестиция объекти бўлиши мумкин бўлган эмитентнинг аффилланган шахси ҳисобланмаган инвестиция маслаҳатчиларини инвестиция жараёнига ва тегишли малакага эга бўлган (инвестиция активларини ишончли бошқарувчи) ташкилот мутахассисларини инвестиция активларини бошқариш жараёнига жалб қилиш;
- инвестиция қилишнинг асосий йўналишлари (сиёсати) кўрсатилган йиллик бизнес-режани ишлаб чиқиш ва тасдиқлаш;
- қимматли қоғозлар бозорида инвестиция фаолиятини ташкил қилиш (инвестициялаш объектларини таҳлил қилиш, инвестиция қилинадиган маблағларни инвестициялаш объектлари ўртасида тақсимлаш нисбатини аниқлаш, даромадлиликни даврий баҳолаш).

4) Манфаатларда юзага келиши мумкин бўлган зиддиятларнинг олдини олиш мақсадида, институционал инвесторнинг таъсисчилари ва мансабдор шахслари инвестиция қилиш тўғрисидаги қарорни қабул қилувчи орган томонидан тегишли қарор қабул қилингунга қадар, ўзининг инвестиция объекти билан аффилланганлиги тўғрисида ахборот бериши керак.

Институционал инвесторларнинг фаолиятига нисбатан ўрнатилган талаблар қуйидагилардан иборат ҳисобланади:

1) Институционал инвесторлар қимматли қоғозлар бозорида инвестицияларни амалга оширишда қуйидагиларни бажаришлари шарт:

а) қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонунчилик ва монополияга қарши қаратилган қонун ҳужжатларига риоя қилиш;

б) инвестиция таваккалчилиги тўғри (адекват) баҳолашни амалга ошириш ва самарали инвестиция қарорларини қабул қилиш учун зарур бўлган молиявий, техник, ахборот ресурслари ва малакали ходимларнинг мавжудлигини таъминлаш;

в) ўз маблағлари (капиталлари)нинг ва бошқа молиявий кўрсаткичларнинг етарлилиги ва қонунчиликда ўрнатилган мажбурий меъёрларга мувофиқлигини таъминлаш;

г) ўз ходимларининг қонунчиликда ўрнатилган малакавий талабларга мувофиқлигини таъминлаш.

2) Институционал инвестор ўз ҳуқуқларини амалга оширишда ва мажбуриятларини бажаришда ўз мижозларининг манфаатларига риоя этиши лозим.

3) Инвестиция активлари бўйича зарар кўриш хавфини камайтириш мақсадида институционал инвесторлар қонунчиликда ўрнатилган меъёрий талабларга риоя қилган ҳолда ушбу активларни диверсификациясини таъминлайдилар.

Мамлакатимизда институционал инвесторларнинг корпоратив қимматли қоғозларга қилинадиган инвестициялари сифати ва минимал даражаси ўрнатилган меъёрий талаблар асосида амалга оширилади.

Корпоратив қимматли қоғозларга қилинадиган инвестицияларнинг сифатини таъминлаш мақсадида, институционал инвестор унинг бошқарув органи томонидан белгиланган тартибда тасдиқланадиган инвестиция сиёсати тўғрисидаги низомни ишлаб чиқади. Институционал инвесторнинг инвестиция сиёсати тўғрисидаги низомида қуйидагилар назарда тутилиши лозим:

а) қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга оширадиган шахслар учун битимлар бўйича қарорлар қабул қилиш ва чекловлар ўрнатиш ваколатлари;

б) қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга оширадиган шахсларга нисбатан қўйиладиган малака талаблари;

в) қимматли қоғозлар билан амалга ошириладиган операциялар устидан мониторинг юритадиган ахборот тизимига қўйиладиган талаблар;

г) инвестиция стратегияси ва мақсадлари (масалан, фойда олиш, институционал инвесторнинг акциядорлик жамиятини

бошқаришда иштирок этиши, ликвидлиликни сақлаш, гаров талабларига мувофиқ келиш ва бошқалар);

д) институционал инвестор маблағларини инвестиция қилишни режалаштираётган қимматли қоғозларнинг хиллари ва турлари (тоифалари), инвестиция муддатлари;

е) институционал инвестор қандай усуллар ёрдамида:

- эмитент ва уларнинг фаолият тармоқлари бўйича акциялар концентрациясини чегаралашни;
- қимматли қоғозларга қилинган қўйилмаларнинг хавфсизлигини ва уларнинг сифатини баҳолашни;
- қимматли қоғозлар эмитентларининг молиявий ҳолатини ва бошқариш тажрибасини баҳолашни;
- инвестициялар диверсификациясини амалга оширишни режалаштирмоқда;

ж) корпоратив қимматли қоғозларга қилинадиган инвестицияларнинг минимал даражасига нисбатан меъёрий талаблар.

Корпоратив қимматли қоғозларга қилинадиган инвестицияларнинг минимал даражасига ўрнатилган меъёрий талаблар қуйидагилардан иборат:

- Молиявий барқарорликни таъминлаш мақсадида, институционал инвесторлар ўз активларини ишончлилик, диверсификациялик, қайтаришлилик, фойдалилик ва ликвидлилик тамойиллари асосида инвестиция қиладилар;
- институционал инвесторнинг битта корхона устав капиталига, шунингдек, ушбу корхонанинг бошқа қимматли қоғозларига қилинадиган қўйилмалари, қонун ҳужжатларига ҳамда юқорида келтирилган инвестиция сиёсати тўғрисидаги низомга мувофиқ амалга оширилади.
- институционал инвестор корпоратив қимматли қоғозларнинг хиллари ва турларини ҳамда уларга режалаштираётган инвестицияларнинг минимал даражаси миқдорини мустақил белгилайди. Бунда, корпоратив қимматли қоғозларга инвестицияларнинг минимал даражаси миқдори институционал инвесторнинг ваколатли органи томонидан унинг инвестиция сиёсати тўғрисидаги низомига мувофиқ амалга оширилади.

5.2. Тижорат банкларининг қимматли қоғозлар билан операциялари

Ўзбекистон Республикасининг «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги қонунига биноан, банк – бу тижорат ташкилоти бўлиб, банк фаолияти деб ҳисобланадиган қуйидаги фаолият турлари мажмуини амалга оширадиган юридик шахсдир. Мамлакатимизда тижорат банкларига қимматли қоғозлар бозорида қуйидаги операцияларни амалга оширишига рухсат этилган:

- қимматли қоғозлар (вексель, акция, облигациялар, депозит сертификатлари ва бошқалар) чиқариш;
- қимматли қоғозларни сотиб олиш, сақлаш, улар билан бошқа операцияларни амалга ошириш;
- товар етказиб бериш ва хизмат кўрсатишдан келиб чиқадиган талаб ҳуқуқини олиш, бундай талабларни инкассация қилиш;
- мижозлар ишониб топширган операцияларни: маблағларни жалб этиш ва жойлаштириш, қимматли қоғозларни бошқариш ва ҳоказо ишларни бажариш;
- фонд бозори иштирокчиларига бу борадаги банк фаолияти юзасидан маслаҳатлар бериш.

Юқорида санаб ўтилган фаолият турларини амалга ошириш борасида тижорат банклари учун чеклашлар йўқлиги сабабли улар фонд бозорида профессионал қатнашчи-инвестицион институт сифатида иш тутади. Қимматли қоғозлар бозоридаги ҳолатдан келиб чиқиб, тижорат банки қимматли қоғозлар билан амалга ошириладиган у ёки бу операцияларини, фаолият йўналишларини танлайди. Банк сиёсати кўплаб мақсадларни кўзлаган ҳолда юритилади. Банкларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятидан асосий мақсадлари қуйидагилардан иборат:

- қимматли қоғозларни чиқариш асосида анъанавий кредит ва ҳисоб-китоб фаолиятини юритиш учун қўшимча пул ресурсларини жалб этиш;
- қимматли қоғозларга сарфланган ўз инвестицияларидан банкка тўланадиган фоиз, дивидендлар ва қимматли қоғозларнинг курс қиймати ошиши эвазига фойда олиш;
- мижозларга қимматли қоғозлар операцияларига доир хизматлар кўрсатишдан фойда олиш;

- эркин рақобат асосида банкнинг таъсир соҳасини кенгайтириш ҳамда корхона ва ташкилотларнинг капиталларида қатнашиш эвазига мижозларни жалб этиш;
- танқис ресурслардан баҳраманд бўлиш ҳуқуқини берадиган ва банкники бўладиган қимматли қоғозлар орқали шундай ресурслардан фойдаланиш;
- банкнинг ликвидли маблағларига қўйилмаларнинг даромадлилигини таъминлаган ҳолда ликвидликни зарурий захирасини сақлаб бориш;
- мижозларнинг қимматли қоғозларини меъёрида олиб-сотишдан ҳамда молиявий таваккалчиликларини қимматли қоғозлар ҳосилалари билан амалга ошириладиган операциялари орқали суғурта қилиш;
- молиявий лизинг;
- халқаро банк амалиётига мувофиқ, лицензияда махсус кўрсатилган бошқа операциялар.

Тижорат банкларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолияти олинган умумий банк лицензияси доирасида амалга оширилади. Марказий банк берган умумий банк лицензияси тижорат банкларига қимматли қоғозлар бозорида қўшимча лицензиясиз фаолият юритиш имконини беради. Тижорат банклари томонидан қимматли қоғозлар харид қилиш ва юридик шахсларнинг устав капиталида улушли иштирок этишига доир қуйидаги чекловлар мавжуд:

1. Тижорат банклари қимматли қоғозларни харид қилиш ва юридик шахсларнинг устав капиталида улушли иштирок этишда қуйидагиларга риоя этишлари шарт:

- банкнинг муайян юридик шахс устав капиталига, шунингдек, ушбу юридик шахснинг бошқа қимматли қоғозларига киритган инвестициялари миқдори биринчи даражали банк регулятив капиталининг 15 фоизидан ошмаслиги керак;
- банкнинг юридик шахслар устав капиталига ва бошқа қимматли қоғозларга киритган инвестициялари миқдори биринчи даражали банк регулятив капиталининг 50 фоизидан ошмаслиги керак;
- олди-сотди учун қимматли қоғозларга киритилган банк инвестициялари миқдори биринчи даражали банк регулятив капиталининг 25 фоизидан ошмаслиги керак.

2. Тижорат банкининг бошқа банкларнинг устав капиталида иштирок этиши (чет эл капитали иштирокидаги банклар ва шўъба банкларини ташкил этиш ҳоллари бундан мустасно), шунингдек тижорат банкини ўз устав капиталининг ўн ёки ундан ортиқ фоиз улушига эга бўлган юридик шахснинг устав капиталида иштирок этиши тақиқланади. Тижорат банки бевосита ёки билвосита (шўъба корхоналар орқали) бошқа юридик шахс устав капиталининг 26 фоизидан ортиқ қисмига эгалик қила олмайди, бироқ қуйидаги ҳолатлар бундан мустасно:

- банкларнинг суғурта ва лизинг ташкилотлари устав капиталидаги иштироки;
- банкларнинг нобанк кредит ташкилотлари устав капиталида, шунингдек, молия бозори инфратузилмасининг бир қисми бўлган ёки банкларга ахборот ва маслаҳат хизматлари кўрсатадиган юридик шахслар устав капиталидаги иштироки;
- банкларнинг қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият юритадиган юридик шахслар (тижорат банкларининг устав капиталидаги иштироки бундан мустасно) устав капиталидаги иштироки;

г) хусусийлаштирилаётган корхоналар акцияларининг 50 фоизгача миқдорини ўрнатилган тартибда бирламчи бозордан харид қилишдаги иштироки.

3. Тижорат банклари муайян юридик шахс устав капиталининг 26 фоизидан ортиқ улушини сотиб олишда ёки банкнинг бевосита ёки билвосита мазкур юридик шахс фаолиятига катта таъсир кўрсатиш имконини берувчи шартнома тузишда, Марказий банкка ёзма хабар беришлари шарт.

4. Тижорат банкларига, эмитент – акциядорлик жамиятлари билан ушбу жамият акциялари бўйича «репо» битимларини амалга ошириш тақиқланади.

5. Агар тижорат банкининг инвестиция қилинган ёки инвестиция қилиниши режалаштирилаётган маблағлари миқдори ёки эмитент фаолияти тижорат банки омонатчилари, кредиторлари ва акциядорлари манфаатларига зарар етказиши мумкинлиги ёки инвестицияларни бошқаришда тижорат банкининг тажрибаси етарли эмаслиги аниқланса, Марказий банк ҳар қандай юридик шахснинг устав капитали ёки қимматли қоғозларига тижорат банки томони-

дан киритиладиган инвестициялар миқдорига қўшимча чекловлар белгилаш ҳуқуқига эга.

6. Тижорат банкига кредитларни таъминлаш учун берилган қимматли қоғозлар бўйича гаров ҳуқуқини амалга ошириш натижасида олинган қимматли қоғозларга нисбатан қўлланилмайди.

7. Гаров ҳуқуқини амалга ошириш натижасида олинган қимматли қоғозлар банк томонидан 2 ой муддат ичида сотилиши шарт. Агар, қимматли қоғозлар кўрсатилган муддатда сотилмаса, улар «сотишга мўлжалланган қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар» ёки «қарам хўжалик жамиятларига, қўшма корхоналарга ва шўъба хўжалик жамиятларига қилинган инвестициялар» ёхуд «сўндириш муддатигача сақланадиган қарз қимматли қоғозларига қилинган инвестициялар»нинг тегишли ҳисобварақларига ўтказилади.

Тижорат банклари томонидан қимматли қоғозлар билан ўтказиладиган операцияларга ва уларнинг юридик шахсларнинг устав капиталида улушли иштирок этишига доир қўшимча талаблари қуйидагилардан иборат;

1. Тижорат банклари инвестиция сиёсатида қимматли қоғозлар эмитенти бўлган ёки банк устав капиталида иштирокчи бўлган юридик шахсларнинг молиявий аҳволини, бошқарув тажрибасини ҳамда қимматли қоғозларнинг сифатини баҳолаш мезонлари ва услублари акс эттирилиши шарт. Инвестиция сиёсатида, шунингдек, банк активларини қимматли қоғозларга йўналтириш шартлари белгиланиши лозим.

2. Банклар қимматли қоғозлар билан операциялар бўйича назоратни амалга ошириш учун эмитент тўғрисида етарли маълумотга эга бўлиши лозим.

3. Қимматли қоғозлар портфели тўғрисидаги ички ҳисоботлар қимматли қоғозлар турлари ва типлари бўйича бўлиниши, сифат рейтинги, номинал ва бозор қийматини, харид қилиш ва сотиш санасини, фоиз ставкаларини, чегирмаларни, олинган дивидендларни (фоизларни), олди-сотди битимлари бўйича олинган фойда тўғрисидаги маълумотларни ўз ичига олиши лозим.

4. Банкнинг турли бўлинмалари ўртасида мажбуриятларнинг мутаносиб тақсимланиши, шунингдек суистеъмолчиликнинг олдини олиш учун банклар тегишли ички назоратни амалга ошириши зарур. Мазкур ички назорат қуйидагиларни ўз ичига олиши лозим:

- қимматли қоғозларни харид қилиш ёки сотишни расмийлаштириш бўйича ҳужжатларни қабул қилувчи, қайта ишловчи ходимлар бухгалтерия операцияларини амалга оширмаслиги, пул маблағларини қабул қилмаслиги, бухгалтерия ўтказмаларини таққослаш ёки тасдиқлаш имкониятига эга бўлмаслиги;
- бухгалтерия операцияларини тайёрлаш ва амалга оширишга масъул бўлган шахслар қимматли қоғозларни харид қилиш ёки сотишни расмийлаштириш бўйича ҳужжатларни қабул қилмасликлари ёки тасдиқлаш мақсадида битим натижаларини таққослаш имкониятига эга бўлмаслиги;
- барча операциялар ҳужжатлар билан тасдиқланиши ҳамда бухгалтерия ёзувлари ва бирламчи ҳужжатлар билан таққосланиши;
- агар, банк брокерлик фаолиятини бажарса, у ҳолда банк ҳар бир мижоз учун ҳисобварақлар очиши ва мижознинг қимматли қоғозлари билан амалга ошириладиган барча операциялар бўйича қимматли қоғозларнинг турлари, операциялар санаси, харид қилинган, сотилган қимматли қоғозлар нархи ва миқдори кўрсатилган ҳолда ёзувлар олиб бориши лозим.

Республикамизда тижорат банкларни фаолиятида эмиссион, инвестицион, дилерлик ва брокерлик фаолияти банкнинг стратегик йўналишларидан бири ҳисобланади. Ҳозирги кунда тижорат банклар қимматли қоғозлар бозорининг йирик ва етакчи инвестори ҳамда профессионал қатнашчиси бўлиб, қимматли қоғозлар бозорида мижозларга кенг кўламдаги хизматларни кўрсатмоқдалар. Тижорат банклари фонд биржасида юридик ва жисмоний шахслар учун қуйидаги турли хизматларни таклиф қилмоқда:

- юридик ва жисмоний шахсларнинг молия бозоридаги (фонд бозорида брокерлик хизмати) бўш пул маблағларини жойлаштириш бўйича воситачилик хизматларини кўрсатиш;
- юридик шахслар учун корпоратив облигациялар, юридик ва жисмоний шахслар учун депозит (жамғарма) сертификатлар каби банкнинг қарз қимматли қоғозларини чиқариш ва сотиш;
- эмитентлар фонд бозорида ўз қимматли қоғозларини кафолатли жойлаштиришлари бўйича андеррайтер ва тўлов агенти функциясини бажариш;

- фонд бозорида эмитентлар қимматли қоғозларининг иккиёқлама котировкасини қўллаб туриш бўйича маркет-мейкер функциясини бажариш;
- фонд биржасида РЕПО операцияларини амалга ошириш;
- қимматли қоғозлар чиқариш бўйича кафолат бериш;
- эмитентларга қимматли қоғозлар эмиссиясини рўйхатдан ўтказиш учун ҳужжатлар йиғма жилдини тайёрлаш;
- мижозларнинг инвестиция портфелини шакллантириш ва бошқариш бўйича консалтинг хизматлари;
- инвестиция ва брокерлик фаолияти.

Тижорат банклари фонд бозорида инвестиция фаолияти ва брокерлик хизматларни амалга оширади. Мамлакатимизда тижорат банклари ҳозирги кунда қимматли қоғозлар бозорида йирик инвесторлардан бири бўлиб, ватанимизнинг акциядорлик жамиятлари акциялари бозорида, шунингдек қарз қимматли қоғозлари бозорида, жумладан банкларнинг корпоратив облигациялари ва депозит сертификатлари бозорида инвестор сифатида қатнашади. Банк акциялари «Тошкент» фонд биржасида листингнинг «А» гуруҳига киритилган.

Тижорат банклар юридик шахслар учун корпоратив облигациялар, юридик ва жисмоний шахслар учун депозит (жамғарма) сертификатлар каби банкнинг қарз қимматли қоғозларини чиқаради ва сотади. Банкнинг қимматли қоғозлар бозоридаги асосий молиявий инструменти қуйидагилар:

– акциялар;
– корпоратив облигациялар;
– депозит сертификатлар ва депозит жамғарма сертификатлар.

Банки фаол эмитент бўлиб, у ҳар йили корпоратив облигациялар каби қарз қимматли қоғозларини чиқаради. Банкнинг ликвид ва ишончли корпоратив облигациялари юридик ва жисмоний шахсларга бўш пул маблағларини фойдали жойлаштириш имконини беради. Андеррайтинг фаолияти (андеррайтинг) – эмитент ва андеррайтер (андеррайтерлар) ўртасида тузилган шартномада белгиланган шартлар асосида қимматли қоғозлар чиқаришни ташкиллаштириш ва уларни кафолатли жойлаштирилиши бўйича хизматлар кўрсатиш фаолияти.

Андеррайтер – бу инвестиция воситачиси ёки андеррайтинг фаолиятини олиб борувчи тижорат банки. Банк қарз маблағларига

муҳтож бўлган корхоналарга корпоратив қимматли қоғозларни жойлаштириш бўйича хизматларни таклиф этади. Шу мақсадда банк мижозга комплекс ёндошишни таклиф этади: қимматли қоғозлар чиқаришнинг мақбул параметрларини танлашдан бошлаб, мижозлар томонидан чиқарилаётган қимматли қоғозлар эмиссия рисоласини тайёрлаш, муомалага чиқариш ва эмиссияни инвесторлар ўртасида жойлаштиришгача бўлган хизматлар.

Банк андеррайтер функциясини бажариб, қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни олиб бориш ва эмиссион қимматли қоғозларни чиқариш тўғрисидаги ахборотни ошкор этиш имконятларидан фойдаланиб, ўзига қимматли қоғозларни энг яхши нархда ва қисқа муддатларда жойлашитириш учун керак бўлган ҳамма ҳаракатларни бажаради.

Фонд бозорида эмитентлар қимматли қоғозларининг иккиёқлама котировкасини қўллаб туриш бўйича маркет-мейкер функциясини бажаради. Маркет-мейкер – маркет-мейкерларнинг расмий рўйхатига киритилган, қимматли қоғозларнинг аниқ бир турининг иккиёқлама котировкасини доимо эълон қилиш ва қўллаб туриш ҳамда қимматли қоғозларнинг уюшган биржа ва биржадан ташқари бозорида мазкур хизматларни амалга оширишдан келиб чиқадиган барча мажбуриятларни амалга ошириш мажбуриятини зиммасига олган инвестиция воситачиси ҳисобланади.

Банк фонд бозорида эмитентларнинг қимматли қоғозларини иккиёқлама котировкасини доимо қўллаб туриш мақсадида қарз мажбуриятлари бозорида маркет-мейкер функциясини бажаради, шунингдек, корпоратив қарзни дастлабки жойлаштиришининг асосий ташкилотчиларидан биридир. Тижорат банкларнинг РЕПО операциялари фонд бозори орқали амалга оширилади. Репо битими – бу қайтариб сотиб олиш шарти билан қимматли қоғозларнинг олди-сотди битимидир. Банк репо битимларини амалга ошириш орқали корхоналарни молиялаш бўйича катта тажрибага эга. Репо битимлари битим ташаббускорлари учун молиялашнинг тез ва оптимал тури бўлиб, кредитлашнинг алтернативидир.

Банк эмитент ва қимматли қоғозларни ликвидлигини, корхонани эса мустаҳкамлигини, фойда келтирувчилиги ва тўловга лаёқатлилигини баҳолайди. Ушбу операцияни амалга оширишда банк қимматли қоғозларни бир йилдан кўп бўлмаган муддатга сотиб олади. Ушбу операциялар бўйича фоиз ставкаси, кредит

операцияларининг битими амалга оширилаётган вақтдаги фоиз ставкаси билан бир хил бўлади.

Қонунларда тижорат банкларига акциялар, облигациялар, депозит сертификатлар ва жамғарма сертификатлар, векселлар каби қимматли қоғозлар турларини чиқаришига рухсат берилади. Банклар акцияларини устав фондларини шакллантириш мақсадида чиқаради.

Банклар қарз маблағларини жалб этиш учун ўзининг қарз мажбуриятлари – облигациялар, депозит жамғарма сертификатлар ва векселларини чиқармоқда. Бундан ташқари, улар қимматли қоғозлар ҳосилаларини (опционлар, фьючерслар) чиқариши мумкин.

Фақат йирик саноат корхоналарнинг қарз мажбуриятлари ёки акцияларигина банк қимматли қоғозлари билан жиддий рақобатлаша олади. Бироқ реал секторни маблағ билан таъминлаш, даромадлилик жиҳатидан банк фоизларига тенглаша олмайди.

Шундай қилиб, банк қимматли қоғозлари узоқ муддатли манфаатларини кўзлайдиган инвесторлар учун ҳам, вақтинча ишлатилмай ётган маблағларини жойловчилар учун ҳам анча манфаатли қўйилма объектидир. Узоқ муддатга мўлжалланган мақсадларни амалга ошириш кўзланганда йирик ва ўртача тижорат банкларининг акцияларига маблағ инвестициялаш энг юқори самара бериши мумкин. Бундай ҳолда акциядор иқтисодиётнинг у ёки бу соҳаларидаги конъюктура тебранишларидан бирмунча кафолатланган бўлади, яъни банкнинг ўзи унинг маблағлари сарфлаётган тармоқларнинг аҳволини эътибор билан кузатиб боради ва имкони борича ўз кредит портфелини диверсификациялайди.

Ҳозирги вақтда мавжуд қоидаларга биноан банкларнинг депозит сертификатлари ва векселлари Марказий банкда, акциялар, облигациялар, қимматли қоғозлар ҳосилалари – Давлат мулки қўмитаси қошида ташкил этилган қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази томонидан рўйхатга олинади.

Қимматли қоғозлар бозорида молиявий брокер сифатида банклар комиссион шартнома ёки топшириқ шартномаси асосида мижознинг ҳисобидан амалга ошириладиган қимматли қоғозлар олди-сотдисида воситачилик (агентлик) вазифаларини бажаради.

Брокерлик операциялари. Ўз мижозларининг топшириқларига биноан банклар комиссионер сифатида ҳаракат қилиб, комиссион

операцияларни амалга ошириши, яъни ўз номидан мижознинг ҳисобидан қимматли қоғозлар олди-сотдисига оид битимларни тузиши мумкин. Бунда банк мижознинг ҳамма кўрсатмаларини, жумладан, битим тузиш ва унинг жойига курсни чеклашга оид кўрсатмаларини бажариши лозим ҳамда комиссион ҳақ олишга, мижознинг топшириғини бажаришда қилинган қўшимча сарф-харажатлар компенсациясига ҳақлидир. Комиссион битим қуйидаги иккита шартномага асосланади:

- банк (комиссионер) билан мижоз (комитент) ўртасидаги шартнома;
- комиссионер билан битимнинг (қарши битим шартномасининг) учинчи қатнашчиси ўртасидаги шартнома.

Одатда, қимматли қоғозлар сотиб олишга доир комиссион шартнома тузишдан олдин харидор-комитентлар воситачи банкнинг тасарруфига бериш учун ўз ҳисоб-китоб варағига зарурий қимматли қоғозлар сотиб олишга етарли пул суммасини ўтказади. Қимматли қоғозлар сотишга оид комиссион шартнома тузишда сотувчи-комитент ўзи сотмоқчи бўлган қимматли қоғозни воситачи банкда олдиндан депонентлар қўяди.

Банк кредитдан фойдаланиб қимматли қоғозларни сотиб олган тақдирда (агар кредит бошқа банкдан олинган бўлса), мижоз унинг учун қимматли қоғозлар сотиб олиш операциясини бажарадиган воситачи банкни бундан хабардор қилиши лозим.

Қимматли қоғозлар оддий комиссияси амалга оширилганда банк учинчи шахс билан қарши битим тузиш орқали операция ўтказиши лозим. Банк сотиб олишга доир битимни тузганида эса энг фойдали сотувчини топади. Битим тузилгач, бу ҳақда комитентни дарҳол хабардор қилади. Ушбу битимни учинчи шахс бажариши учун кафилликни ўз зиммасига олган тақдирда, банк мижоз олдида мазкур битим юзасидан батамом жавобгар ҳисобланади.

Банк иштирокидаги қимматли қоғозлар комиссияси деганда қимматли қоғозларни мижоздан ўз маблағлари ҳисобига сотиб олиш ёки ўз портфелидан қимматли қоғозларни сотиш назарда тутилади. Мазкур битимларни амалга оширишда банк биржада ўз номидан ва ўз ҳисобидан ҳаракат қилади. Банк тартибга солинадиган фонд бозорида расмий савдога ёки фонд биржаларининг тартибга солинадиган бозорида рухсат этилган қимматли қоғозлар билангина

ўзи иштирокидаги комиссион операцияларни амалга оширади. Бундай операция бажарилганда банк операция тўғрисида мижозга тақдим этадиган ҳисоботида банк тўлаган ёки олган нарх расмий биржа курсига тўғри келишини тасдиқлайдиган маълумотларни келтириши лозим.

Транзит комиссион битимлар деганда биржада қатнашиш ҳуқуқига эга бўлган банкларнинг бошқа, яъни бундай операцияларда қатнашишига рухсат берилмаган банклар ва бошқа кредит институтларининг топшириғига биноан амалга оширадиган операциялар тушунилади. Бунда банк бошқа комиссионернинг топшириғига кўра комиссионер ролини бажаради. Дастлабки комиссионер транзит комиссионернинг тўғри танловига жавобгар бўлади.

Банкларнинг топшириқ шартномаси асосидаги брокерлик операцияларида мижоз банкка унинг номидан қимматли қоғозлар сотиб олиш ёки сотиш топшириғини беради. Бу фаолият топшириқ шартномаси асосида амалга оширилади. Топшириқ шартномаси бўйича бир томон банк (ишонч билдирилувчи) номидан ва ҳисобидан муайян юридик ҳаракатларини амалга ошириш мажбуриятини ўз зиммасига олади. Мижоз банкка ҳақ тўлаши, банк эса тузилган шартномага биноан ўзига берилган топшириқни бажариши лозим. Бунда банк берилган топшириқни фақат мижознинг кўрсатмаларига мувофиқ бажариши керак. Банк мижозга олдиндан сўров билан мурожаат қила олмаган ёки сўровига ўз вақтида жавоб олмаган бўлса, фақат мижоз манфаати йўлида ушбу кўрсатмалардан чекиниши мумкин.

Мижоздан олинган топшириқномада қимматли қоғозларнинг биржада қабул қилинган номи (қатъий фоизли қимматли қоғозларнинг чиқарилган йили, серияси ёки разрядли ва фоиз ставкаси), миқдори (акциялар юзасидан – доналарда, қатъий фоизли қимматли қоғозлар юзасидан – номинал қиймати бўйича сўмда), курс чеклашлари (лимит), топшириқноманинг амал қилиш муддати, топшириқ берувчи мижознинг номи ва тўлиқ манзили, мижоз ҳисоб-китоб варағи ва депозит ҳисобварағининг рақами, қимматли қоғозларни етказиб бериш ва сақлаш тартиби (мижознинг ҳисобварағига, махсус ҳисобварақка ёзиб қўйиш, қўлга бериш), қўшимча кўрсатмалар (талабномани бажариш жойи, қимматли қоғозларни етказиб бериш хусусиятлари ва ҳоказолар), топшириқнома тузилган сана, корхона ва ташкилот масъул шахсининг имзоси бўлиши шарт.

Мижозлардан оғзаки равишда ёки телефон орқали олинган топшириқлар ёзма тарзда расмийлаштирилади ва масъул шахснинг имзоси билан тасдиқланади. Қандай операция (сотиб олиш ёки сотиш) тўғрисида гап бораётганлиги талабноманинг матнида аниқ кўрсатилиши керак. Талабномаларга киритиладиган ўзгаришлар ва тасдиқланишлар, шунингдек, қўшимча талабномалар алоҳида рўйхатдан ўтказилади.

Талабномалар, юқорида таъкидланганидек, лимитланган ва лимитланмаган бўлади. Лимитланган талабномага мувофиқ операция ўтказилганда, сотиб олаётганда нарх талабномада айтилганидан юқори бўлмаслиги, сотаётганда ундан паст бўлмаслиги лозим. Лимитланмаган талабномага мувофиқ талабнома ҳар қандай шароитда ҳам бажарилиши лозим, курс чекланмайди. Иложи борича паст нархда сотиб олиш, имкон қадар юқори нархда сотиш керак. Кўпинча лимитланган талабномалар берилганда банкка мижоз кўрсатган лимит атрофида турлича ҳаракат қилиш имкониятлари берилади, яъни лимитланган баҳолардан бирмунча паст ёки юқори баҳода олди-сотдини амалга ошириш мумкин.

Мижоз талабномада уни бажаришнинг энг узоқ муддатини кўрсатиши ёки банкнинг ҳаракатлар вақтини умуман чекламаслиги мумкин. Бундай ҳолларда биржанинг жорий ойдаги сўнгги иш куни уни бажаришнинг охирги муддати ҳисобланади. Мижоз талабномани ушбу муддат тугагунга қадар қайтариб олиши мумкин. Талабномаларда чеклашлар аниқ белгиланмаганда, биринчидан, дивидендларни тўлашнинг эълон қилиниши талабномани бекор қилишга ёки унинг амал қилинишини вақтинча тўхтатиб қўйишга асос бўлмайди. Талабнома лимитланган бўлса, мижоз кўрсатган лимит, одатда, соф дивидендга тенг миқдорда камайтирилади. Камайтириш акциядорларнинг умумий йиғилишидан кейинги кундан кучга киради. Амалиётда акциядорлик жамиятлари бу жамият директорлари кенгашининг қарорига кўра дивидендларни квартал сайин тўлаб боришлари мумкин. Иккинчидан, агар мижозни қизиқтирувчи қимматли қоғозлар савдо-сотиғи бир неча биржада амалга оширилса. Мижоз ўз манфаатларини кўзлаган ҳолда банкка операцияни ушбу биржаларнинг бирида ўтказиш кўрсатмасини бериши мумкин. Учинчидан, талабноманинг биржага берилишидан олдин банк таъминланганлигини текшириши керак. Яъни сотиш тўғрисида талабнома берилганда мазкур қимматли

қоғозлар чиндан ҳам мижознинг портфелида борлиги, сотиб олиш учун талабнома берилганда эса банк мижознинг ҳисобварағи аҳволи бундай операцияни амалга оширишга имкон беришини текшириши зарур. Тўртинчидан, қимматли қоғозлар олди-сотдисига оид топшириқлар битимини биржада амалга ошириш, ўз портфели учун қимматли қоғозлар сотиб олиш ёки ўз портфелидан қимматли қоғозлар сотиш йўли билан бажарилиши мумкин.

Агар мижознинг талабномаси расмий ёки тартибга солинадиган бозорда котировка қилинса, бундай битимлар ҳамма ҳолларда ҳам биржа орқали амалга оширилади (мижоз ўртача усулда амалга оширишни талаб қилган ҳоллар бундан мустаснодир).

Тижорат банкларининг инвестиция компаниялари сифатидаги фаолият юритади. Инвестиция компанияси қимматли қоғозлар чиқаришни ташкил этадиган ва кафолатлайдиган, маблағларнинг асосий қисмини қимматли қоғозларга сарфлайдиган, дилер сифатида қимматли қоғозларни савдо-сотиқ қиладиган ихтисослашган корхонадир.

Тижорат банклари инвестиция компаниялари сифатида фаолият юритганида эмитент билан келишиш асосида қимматли қоғозлар чиқаришнинг ташкилотчиси сифатида ҳаракат қилиши мумкин (андеррайтинг).

Хусусий ва давлат сектори корхоналари қимматли қоғозлар чиқаришда аксарият ҳолларда учинчи шахсларнинг хизматига мурожаат этади. Бундай ҳолларда, одатда, банклар ушбу хилдаги фаолият юритишда энг катта тажриба ва имкониятга эга бўлган институтлар сифатида мижозларнинг ишончи юқори. Агар банклар ўз мижозларининг ишончини қозонган бўлса, одатда, мижозлар банк тарқатадиган қимматли қоғозларга ҳам шундай ишонч билан қарайдилар. Инвестициялардан манфаатдор бўлган шахсларга, ўзининг мижозларига банк шубҳали қимматли қоғозларни ҳеч қачон таклиф этмайди. Банкларнинг воситачилиги эмиссия амалдаги қонунлар ва қимматли қоғозлар бозорида қабул қилинган қоидаларнинг ҳам кафолати бўлиб хизмат қилиши керак.

Иккинчидан, банкларда бозор тўғрисида етарлича ахборотга эга эмас, лекин, малакали ходимлар фаолият юритади. Бу эса, уларнинг бозорида юзага келаётган вазиятни дарҳол баҳолай олишларига имкон беради.

Учинчидан, банк эмитентларнинг қимматли қоғозларини муваффақиятли жойлаштиришни осонроқ ташкил эта олади, чунки у ўз бўлинмалари ва филиалларидан фойдаланади, бу эса инвесторлар сонини ошириш имконини беради. Эмитентлар ва инвесторлар ўртасида воситачилик қилганда банк имкон қадар фойда олишни кўзлаб ҳаракат қилади.

Банк эмитент ҳамда эмитентнинг қимматли қоғозларини чиқариш ташкилотчиси бўлганда, эмитент билан келишиш асосида қимматли қоғозларни уларнинг биринчи эгаларига сотишни амалга оширганда, барча инвесторларга нархлар жиҳатидан тенг шарт-шароитлар таъминлаб бериши шарт. Яъни масалан, чиқарилган барча акцияларнинг нархи уларни биринчи эгаларига сотишда бир хил бўлиши лозим.

Эмитентнинг топшириғи бўйича қимматли қоғозлар эмиссияси уч босқичда эмиссияси амалга оширилади. Эмиссия проспектини тайёрлаш эмитентдан қимматли қоғозларни қабул қилиб олиш, сотиб олиш ва қимматли қоғозларни инвесторларга тарқатиш ҳисобланади.

Эмиссияни тайёрлаш жараёнида тижорат банклар эмиссиянинг тури, ҳажми ва шарт-шароитлар тўғрисида эмитент билан музокаралар юритиб, битим тузади. Банклар қимматли қоғозлар эмиссиясини зиммасига олганида операциянинг ҳуқуқий томони – жамиятнинг мазкур қимматли қоғозни чиқариш ҳуқуқи, қимматли қоғозларни чиқарадиган шахсларнинг ваколатлари ва иқтисодий томони – қимматли қоғозларни чиқариш мақсади, эмитентнинг иқтисодий аҳволини ўрганади.

Бир эмитентнинг қимматли қоғозларини биргаликда чиқарилишини ташкил этиш учун банклар ва бошқа инвестицион институтлар муваққат бирлашмалар – консорциумлар ёки синдикатлар ташкил этиши мумкин.

Инвестиция институтларининг консорциум (синдикат) доирасида ўзаро ҳаракат қилиш тартиби икки тамонлама битимда белгилаб қўйилади. Бундай битим консорциумнинг (синкатнинг) мақсадларини, унинг қатнашчилари таркибини, консорциум (синдикат) раҳбариятини, фойда ёки зарар тақсимоти тартибини, консорциум (синдикат) қатнашчиларининг маъсулиятини ва унинг ҳаракатлари қанча давом этишини белгилайди.

Консорциум (синдикат) мақсадлари қимматли қоғозларни чиқариш ва дастлабки жойлаштиришнигина эмас, балки биржа айланмасига киритишни, уларнинг курсини барқарорлигини таъминлашни ўз ичига олиши мумкин. Эмитент билан консорциумнинг (синдикат) биргаликда ҳаракат қилиш тартиби эмитент билан муваққат бирлашманинг бош институти ўртасидаги битимда белгиланади.

Консорциум (синдикат) фаолиятини, бир томондан, консорциум (синдикат) аъзоси билан банклар ўртасида кўп тарафлама битим, иккинчи томондан эса, қимматли қоғозлар эмитенти билан муваққат бирлашманинг бош инвестицион институти ўртасидаги битим тартибга солади.

Эмитентдан қимматбаҳо қоғозларни қабул қилиш ва сотиб олиш эмиссия битимига биноан амалга оширилади. Мазкур битимда қимматли қоғозларнинг эмитентдан банкка ёки банк иштирокида консорциумга (синдикат) берилиши тартиби белгиланади. Қимматли қоғозларнинг берилиши қуйидаги усулларда амалга оширилади:

1. Тўлиқ сотиб олиш. Банк қимматли қоғозларни дастлабки жойлаштириш операцияларини ўз ҳисобидан амалга оширади. Эмитентдан жами чиқарилаётган қимматли қоғозларни (ёки улардаги ўз улушини) бир нархда сотиб олиб, юқорироқ нархда сотади.

2. Қисман сотиб олиш (сотиб олиниши кафолатланган тарқатиш). Бундай ҳолда банк эмиссиянинг бир қисминигина сотиб олади ва белгиланган муддатда эмитент жойлаштира олмаган эмиссия қолдиғини ўз ҳисобидан сотиб олишни кафолатлайди.

3. Қимматли қоғозларнинг воситачилик йўли билан берилиши (сотиб олиниши кафолатланмаган тарқатиш). Банк қимматли қоғозларни эмитентнинг номидан ва ҳисобидан комиссияга қабул қилади ва жойлаштиради, лекин эмиссиянинг тарқатилмай қолган қисмини ўзи сотиб олмайди.

Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонунига мувофиқ қимматли қоғозларни жойлаштириш ёпиқ ва очиқ шаклда амалга оширилади. Ёпиқ шаклда (хусусий тарзда) жойлаштириш инвестиция компанияларини жалб этмай ёки бошқа воситаларсиз очиқ савдога чиқарилмасдан амалга оширилади. Очиқ шаклда (оммавий тарзда) жойлаштиришда чекланмаган инвесторлар доирасида эълон қилинади. Амалиётда

қимматли қоғозларни очиқ жойлаштиришнинг очиқ обуна ва танловли обуна шакллари мавжуд.

Очиқ обуна. Қимматли қоғозларни жойлаштиришнинг бундай усули қўлланганда инвестицион компания ёки муваққат бирлашма – консорциум (синдикат) рўйхатга олинган эмиссия проспектини матбуотда босиб чиқаради. Унда потенциал инвесторларга, эмиссион консорциумларнинг банкларига муайян муддатларда акциялар ёки облигацияларни сотиб олиш талабномасини йўллашлари таклиф қилинади. Ушбу муддатлар тугагач, инвесторлар талаб қилган қимматли қоғозлар миқдори санаб чиқилади ва улар тақсимланади. Тақсимотга консорциумга ажратилган қимматли қоғозлар келиб тушади. Талаб миқдори эмиссия ҳажмидан ошса, обуначилар қимматли қоғозларни қамраб оладилар.

Танловли обуна. Қимматли қоғозларни жойлаштиришнинг ушбу усулида жойлаштириш курси ёки инвесторлар қимматли қоғозларни сотиб олишлари мумкин бўлган нарх олдиндан белгиланмайди. Инвесторларга курсга оид таклифларни киритиш имконияти берилади. Узил-кесил курс ушбу таклифларни таҳлил қилиш асосида ҳисоблаб чиқилади.

Банклар инвестиция компаниялари сифатида ҳаракат қилиб, қимматли қоғозларни жойлаштириш юзасидан учинчи шахслар фойдасига кафолатлар берганида таваккаллари ҳақини олади.

Бевосита таваккалчилик, банкнинг эмиссия фаолияти билан боғлиқ бўлмаган кафолатли операциялар, битта банк томонидан ёки банклар ташкил этадиган муваққат бирлашмалар (консорциумлар ёки синдикатлар) томонидан амалга оширилиши мумкин.

Депозитар фаолият. Қимматли қоғозларни ҳисобга олиш ва сақлаш билан боғлиқ бўлган депозитар фаолият ҳам қимматли қоғозлар бозоридаги тадбиркорлик фаолиятининг турларидан биридир. Депозитар фаолият депонент билан депо ҳисобварағи юзасидан ёзма равишда тузилган оддий шартнома асосида амалга оширилади. Депозитарийнинг ҳисобга олиш регистрларидаги ёзувлар жамланган депо ҳисобварағи депозитарийда қимматли қоғозларни ҳисобга олишнинг асоси ҳисобланади. Депозитар фаолият ўз ичига қуйидагиларни олади:

- мижозларнинг топшириғига биноан қимматли қоғозларни сақлаш;

- эмитент билан келишилган ҳолда қимматли қоғозлар эгалари реестрини (акциядорлар реестрини) юритиш;
- мижозларнинг топшириқларига биноан сақловдаги қимматли қоғозлардан олинадиган даромад, солиқ ва бошқа ажратмаларни ҳисобварақларга ўтказиш;
- мижозларнинг топшириқларига биноан қимматли қоғозларни бегоналаштириш (сотиб олиш, сотиш ва бошқалар) актларини рўйхатдан ўтказиш;
- электрон депозитарий орқали қимматли қоғозлар чиқариш ва жойлаштириш ва бошқаларни ташкил этиш;
- инвестиция фондларида бухгалтерлик ҳисоботи тўғри юритилишини назорат қилиш.

Консалтинг (маслаҳат) операциялари. Тижорат банклари ўзининг мижозларига ва бошқа фонд бозорининг иштирокчиларига, аҳолига қимматли қоғозлар чиқариш, уларнинг муомалада бўлиши, фонд портфелини шакллантириш ва бошқалар юзасидан маслаҳат хизматлари кўрсатилади. Улар шартнома асосида фаолият юритади. Амалга оширилиши мумкин бўлган иш турлари қуйидагилардир:

- қимматли қоғозлар бозорини тадқиқ қилиш ва истиқболини белгилаш;
- ҳуқуқий маслаҳатлар бериш;
- касбга ўқитиш;
- қимматли қоғозларни баҳолаш;
- ахборот хизматлари кўрсатиш.

Ушбу соҳада хизматлар кўрсатиш объектив заруриятини қимматли қоғозлар индустриясининг мураккаблиги, фонд бозорининг хилма-хиллиги, унда вазият тез ўзгариб туриши ва ахборотлар кўплиги белгилаб бермоқда.

Банк маслаҳат хизматлари сармояларини у ёки бу молия активларига (акцияларга, облигацияларга ва бошқаларга) жойлаштиришнинг фойдалилиги, корхонанинг ликвид ресурсларини оптимал бошқариш, молиявий режалаштириш масалаларига дахлдордир.

Траст операциялари. Траст операциялари банк ишида, шунингдек, банкларнинг саноат ва иқтисодиётнинг бошқа соҳалари билан алоқаларида катта роль ўйнамоқда.

Траст тушунчасига мижознинг қимматли қоғозлари портфели ёки ушбу портфелнинг бир қисмини ҳамда у билан боғлиқ бўлган пул маблағларини бошқариш (дивидендларни, фоизларни инкассация қилиш, уларни қайта инвестициялаш, қимматли қоғозлар сотувидан пул тушиши ва бошқалар) киради.

Акциядорлик жамиятлари, корхоналар ва меҳнат жамоаларининг акциялари, давлат қимматли қоғозлари, векселлар, траст ҳисоб варақларида қимматли қоғозлар операциялари туфайли пайдо бўладиган пул маблағлари траст объектлари бўлиши мумкин.

Тижорат банклари траст операцияларини амалга ошириши туфайли биринчидан, қимматли қоғозларга жойлаштирилиши, биржадаги операцияларда фойдаланиши мумкин бўлган узоқ муддатли молиявий ресурслардан баҳраманд бўла олади. Иккинчидан, траст операцияларига оид битимларни банклар ўз мижозларининг ишончномалари асосида амалга оширади, шу боис ушбу битимлар қонунлар билан чекланмайди. Учинчидан, банк қимматли қоғозларни бошқаришда комиссион маблағлар олиб, ўзи бошқараётган қимматли қоғозлардан тушадиган фойдадан ўз улушини олади. Тўртинчидан, банк ўз сармоялари билан эмас, балки ўзгалар сармоялари билан операциялар ўтказади ва фақат траст шартномаси доирасидагина жавобгар бўлади, асосий таваккалчилик эса, қимматли қоғозлар эгасининг зиммасида бўлади.

Тижорат банклари қуйидаги траст операцияларини бажариши мумкин: мижозларнинг пул маблағларини бошқариш, мижозларнинг фонд портфелларини шакллантириш ва қимматли қоғозлар пакетларини бошқариш; мерослар ва хусусий трастларни тасарруф этиш, агентлик вазифаларини бажариш; облигациялар чиқариш ва тўлов муддати келганда облигацияларни тўлаш фондларини бошқариш; дивидендларни тўлашга, қимматли қоғозларни сақлашга, уларнинг ҳаракатини ҳисобга олишга, уларни бошқа қимматли қоғозларга алмаштириб олишга оид агентлик вазифаларини амалга ошириш; топшириққа биноан қимматли қоғозларни сақлаш, қўриқлаш, ташиш ва жўнатиш, қимматли қоғозларни траст ҳисобварағига ўтказиб бериш; қимматли қоғозларга ва қимматли қоғозлар операцияларига оид таваккалчиликни суғурталашда воситачилик қилиш, қимматли қоғозлар операциялари юзасидан бухгалтерлик ҳисоби юритиш ва ҳисоботлар тузиш, қимматли қоғозлар эми-

тенти учун трансферт бўйича агент (қимматли қоғозларни рўйхатга олувчи) вазифаларни бажариш.

Траст тасарруфчилари мустақиллик даражаси жиҳатидан тўлатўкис ваколатхона ва агентлик бўлади. Биринчи ҳолда трастнинг тасарруфчиси олдиндан ўз мижозидан розилик олмай ва уни хабардор қилмай, мустақил равишда қарорга келади. Банк инвестиция фонди бошқарувчиси билан унинг қимматли қоғозлари портфелини ва пул активларини бошқариш юзасидан траст шартномасини тузилади. Иккинчи вариант агентлик асосида (депозитар функцияларни ҳам қўшиб ҳисоблаганда) мижознинг қимматли қоғозлар портфелини ёки ушбу портфелнинг бир қисмини ва улар билан боғлиқ пул активларини бошқаришдан иборатдир. Трастнинг тасарруфчиси мижознинг олдиндан берган фармойишлари асосидагина операциялар ўтказади. Инвестиция фондларининг бошқарувчилари, кредиторлари ва кафиллари бўлмаган банклар ушбу фондлар учун депозитарий банклар бўлиши мумкин.

Тижорат банкларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини кенгайтириш мақсадида, Марказий банк ва Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази билан биргаликда банкларнинг қимматли қоғозлар бозорида инвестиция воситачиси, инвестиция активларини бошқарувчи ва инвестиция консультанти сифатида касбий фаолиятни амалга оширишига доир талаблар тўғрисида низом ишлаб чиқилди. Эндиликда мазкур ҳужжатга кўра, банклар қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари сифатида ушбу фаолият турлари билан алоҳида лицензия олмасдан ҳам шуғулланиши мумкин. Ушбу тартибнинг жорий этилиши албатта, банкларнинг инвестицион фаоллигини оширишга ва уларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини янада эркинлаштиришга замин яратади.

Тижорат банклари қимматли қоғозлар бозорида сармоядорлар сифатида катта роль ўйнайди.Тижорат банклари инвестиция муассасаси сифатида:

а) воситачилик операцияларини бажариш;

б) инвестицион ва молиявий маслаҳат бериш;

в) депозитар хизмат кўрсатишда фаол иштирок этадилар.

Тижорат банклари вексель операцияларини ҳам амалга оширадилар.

Қимматли қоғозлар бозорида тижорат банкларининг фаолияти, қонунлар, Вазирлар Маҳкамасининг қарорлари ва Марказий Банк

томонидан тартибга солинади. Марказий банк бошқа тартибга солиш органлари каби, қонунчилик функциялари бу соҳада йўриқномалар, низомларни тайёрлаш ва тасдиқлашни амалга оширади, шунингдек, тижорат банкларининг фонд бозорида иш фаолиятини олиб бориш учун лицензиялайди.

Ҳозирда ривожланган мамлакатлардаги банклар операциялари ва даромадининг 80 фоизига яқин миқдори қимматли қоғозлар бозорида шаклланмоқда. Даромадининг қолган қисми эса традицион банк операцияларидан ҳосил бўлмоқда. Бу ҳолатни инвестиция банклари фаолияти мисолида кўриш мумкин.

Инвестиция банки – бу асосан қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларга ихтисослашган кредит-молия институти. Унинг мақсади: молия бозорлари орқали қўшимча пул маблағларини жалб қилиш, ўз мижозларини (жумладан давлатни) узоқ муддатли кредитлаш. Фикримизча, инвестиция банки – бу турли хизматлар кўрсатадиган молиявий воситачи ҳисобланади. Инвестиция банклари, шу жумладан, корпоратив инвестиция ташкилотлари, корпоратив молия ташкилотлари, молия институтлари каби йирик ва мураккаб молиявий операцияларга ихтисослашган молиявий институтдир.

Инвестиция банклари классик маънодаги банклардан фарқланиб, оддий банкларга ўхшаш кўп турдаги банк операцияларини бажармайдилар. Одатда, улар инвестицион банклар деб номланади. Бунда уларнинг қимматли қоғозлар бўйича молиявий воситачи (қимматли қоғозларни чиқариш ва жойлаштирувчи ҳамда улар билан боғлиқ савдо операцияларини амалга оширувчи) сифатидаги фаолияти назарда тутилади.

Замонавий инвестиция банки ҳозирда нафақат фонд бозорларида қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларни бажаради, балки компанияларни бирлаштирилиши (ютиб борилиши) ва ўзаро бирлашишини ташкиллаштириш, ипотекани ва венчур капиталини бошқариш билан ҳам шуғулланади.

Айтиш жоизки, Ғарб мамлакатлари қонунлари ва статистикасида барча молиявий институтларни уларнинг асосий функциялари бўйича фарқланади. Лекин, амалиётда эса, борган сари тижорат ва инвестиция банклари орасидаги фарқ йўқолиб бормоқда. Масалан, АҚШдаги тижорат банклари қонунчилик (1933 йилдаги Гласс-Стигал ва қимматли қоғозлар тўғрисидаги қонунлар) билан ўрнатилган тўсиқларни четлаб ўтиб, ўз фаолиятларини универсал-

лаштириш йўлида банк холдингларини, инвестиция корпорацияларини тузганлар ва фонд бозорида билвосита фаол қатнашганлар. Кўп йиллик бундай самарасиз чекловчи тажрибадан кейин, ҳозирда (2001 йилдан бошлаб) АҚШ банкларига қўйилган фонд бозоридаги тўсиқлар олиб ташланган.

Инвестиция банклари турли мамлакатларда маълум хусусиятларга эга. Айрим давлатлар савдо банклари, оддий банк операцияларидан ташқари, акциядорлик компаниялари, пенсия фондлари, суғурта компаниялари қимматли қоғозларини бошқариш билан ҳам шуғулланади.

Дунёда энг йирик глобал инвестиция банклари, одатда, кредит, ставка, валюта, хом-ашё ва деривативларни ўз ичига олган молиявий хизматларни тақдим этади. Энг йирик инвестиция банкларига JPMorgan Chase (АҚШ), Goldman Sachs (АҚШ), Bank of America Merrill Lynch (АҚШ), Morgan Stanley (АҚШ), Citi Group (АҚШ), Credit Suisse (Швейцария), Barclays Investment Bank (Англия), Deutsche Bank (Германия), UBS (Швейцария) ва RBC Capital Markets (Канада)ларни келтириш мумкин.[1,2]

5.3. Суғурта компанияларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолияти

Кўпчилик ҳодисалар соғлиққа, мол-мулкка, инсониятнинг яшаш турмушига, корхоналарнинг молиявий ҳолатига зарар келтириши ёки кўзда тутилган режаларни ўзгартириб юбориши мумкин. Бундай содир бўлиши мумкин бўлган ҳодисалар «риск»номи билан боғлиқ. Кўзда тутилмаган қалтисликнинг содир бўлиши билан, табийки унинг зарарларини қоплаш ва олдини олиш зарурияти юзага келади. Бусиз ишлаб чиқариш жараёнларини тўхтовсизлигини таъминлаб, ҳаёт учун салбий таъсирини камайтириб бўлмайди.

Рискнинг инсонлар ҳаёти учун салбий таъсирини камайтириш бу «суғурта» орқали амалга оширилади, бунда содир бўлган салбий ҳодисалар оқибатларини бартараф этишга кетган харажатларни бир нечта хўжалик юритувчи молиявий субъектлар ўртасида тақсимлаш тушунилади.

---

[1] Top investment banks 2017. Statista. Retrieved 2018-03-29.

[2] Seth, Shobhit (2014-11-11). ®The World's Top 10 Investment Banks" Investopedia. Retrieved 2018-03-29.

Суғуртанинг молияв бозори муносабатлари тизимидаги асосий тушунчалари моҳиятини англамасдан туриб, суғурта секторининг муаммоларини аниқлаш ва ҳал этиш масаласига нисбатан оқилона ёндашиб бўлмайди. Шулардан энг муҳимлари жумласига, қуйидаги асосий тушунчалар киради: суғурта, суғурта фаолияти, суғурта таваккалчилиги (суғурта хавфи) суғурта бозори, суғурта бозорининг профессионал иштирокчилари. Ушбу тушунчалар, одатда, суғурта фаолиятини тушунишга йўл очиб беради. Уларнинг талқини эса, суғурта ташкилотларининг фаолиятини тартибга солувчи тегишли меъёрий-ҳуқуқий хужжатларда ўз аксини топган. Масалан, Ўзбекистон Республикасининг «Суғурта фаолияти тўғрисида»ги Қонунига мувофиқ «Суғурта деганда юридик ёки жисмоний шахслар тўлайдиган суғурта мукофотларидан шакллантириладиган пул фондлари ҳисобидан муайян воқеа юз берганда, ушбу шахсларга суғурта шартномасига мувофиқ суғурта товонини тўлаш йўли билан уларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш тушунилади».

«Суғурта фаолияти деганда, суғурта бозори профессионал иштирокчиларининг суғуртани амалга ошириш билан боғлиқ фаолияти» тушинилади. Суғурта таваккалчилиги (суғурта хавфи) тушунчаси – содир бўлиши ва зарар миқдори тасодифий бўлган ҳодисаларни англатади. Суғурта бозори – суғурта ҳимоя (суғурта хизмати) олди-сотдиси амалга ошириладиган ва унга талаб ва таклиф шаклланадиган иқтисодий пуллик муносабатларни айрим соҳасидир. Қонуннинг 5-моддасида Суғурта бозорининг профессионал иштирокчилари суғурта фаолияти субъектларининг ҳисобланиши белгилаб қўйилган. Суғурталовчилар, суғурта воситачилари, аджастерлар, актуарийлар, суғурта сюрвейерлари, шунингдек, ассистанс суғурта бозорининг профессионал иштирокчиларидир. Суғурта брокери, қайта суғурта брокери ва суғурта агенти суғурта воситачилари ҳисобланадилар.

Мамлакат ҳукумати томонидан амалга оширилаётган суғурта фаолиятини тартибга солиш сиёсати суғурта бозорини изчил ривожлантириш учун барча зарур шарт-шароитларни яратиб, унинг тараққий этишида яратувчанлик жараёнларининг юқори даражасини таъминламоқда.

Суғурта соҳасида давлат сиёсатининг мақсади, суғурта ҳодисалари содир бўлганда фуқаролар, юридик шахслар ва давлат-

нинг мулкий манфаатларини самарали ҳимоя қилиш имконига эга суғурта тизимини шакллантиришдир.

Суғурта соҳасида давлат сиёсатининг вазифаси суғурта фаолиятининг қонунчилик асосларини, уни назорат қилиш шакллари ва услубларини шакллантириш ва такомиллаштириш ҳисобланади.

Мамлакатимиз иқтисодиётини эркинлаштириш ва бошқаришда молиявий барқарорликни таъминлашнинг замонавий усулларидан фойдаланиш муҳим масалалардан бири ҳисобланади. Суғурта хизматлари бозорини янада ислоҳ қилиш ва ривожлантиришга асосан, суғурталовчилар қимматли қоғозлар бозорида инвестицион воситачи сифатида профессионал фаолиятни амалга ошириш ҳуқуқига эга бўлиб, бунда улар томонидан қимматли қоғозлар бозорида касб фаолиятини амалга ошириш учун лицензия олиниши талаб қилинмайди. Бу, ўз навбатида, суғурта компаниялари учун лицензия олмасдан қимматли қоғозлар бозорида брокерлик фаолиятини олиб бориш имкониятини беради. Суғурта компаниялари учун фонд бозорида брокерлик фаолиятини юритиш қўшимча даромад манбаи ҳисобланади.

Бугунги кунда қимматли қоғозлар бозорининг барча воситаларидан самарали фойдаланган ҳолда аҳоли маблағларини, шунингдек, суғурта компанияларининг вақтинча эркин, яъни бўш турган пул маблағларини иқтисодиётимизнинг реал сектори, соҳа ҳамда тармоқларига жорий этиш, суғурта компаниялари фаолиятини модернизациялаш ва диверсификациялаш жараёнини янада кучайтириш муҳим вазифалардан бири бўлиб қолмоқда.

Зеро, суғурта компанияларининг инвестицион жараёнларда иштирок этиши уларнинг инвестицион имкониятлари ва рейтингини оширишда катта роль ўйнайди.

Суғурта компаниясининг фонд бозоридаги иштироки ва бошқа инвестицион имкониятларини қуйидаги омиллар белгилайди:

1. Мижозлар сони ва суғурта мукофоти ҳажмига боғлиқ бўлган вақтинчалик бўш маблағлар хажми;

2. Муддатлар, яъни бу вақт давомида ушбу маблағлардан фойдаланиш мумкин бўлади.

Суғурта компанияси ўз инвестицион портфели тизими, унинг молиявий барқарорлигини таъминлаши лозим ва у одатда суғурта назорати меъёрлари билан белгиланади. Унда суғурта захиралари-

нинг вақтинчалик бўш турган маблағларини жойлаштириш тартиби белгиланган, давлат томонидан суғурта инвестицияларининг маълум бир ҳимояси таъминланган ва суғурта инвестициясининг устуворлиги кўрсатилган бўлади.

Суғурта компанияларининг асосий масадларидан бири бу – ўз инвестиция фаолиятидан тўғри ҳамда оқилона фойдаланиш орқали самарага эришишдир. Бунинг учун суғурта компаниясининг инвестиция сиёсати бир қатор талабларга жавоб бериши лозим. Суғурта компанияси ишончли, рақобатдош, инвестицион портфели эса барқарор бўлиши шулар жумласидандир.

Инвестиция портфелини самарали шакллантиришда биринчи навбатда, қуйидагиларга аҳамият берилиши лозим:

- суғурта ҳодисасининг содир бўлиши ва тўлов мажбуриятининг бажариш эҳтимоллиги;
- инвестиция таваккалчилигида суғурта захираларини йўқотиш эҳтимоллиги.

Суғурта компаниясининг инвестиция сиёсатидаги суғурта ҳодисаси эҳтимоллиги унинг фаолияти хусусиятидан келиб чиқади, чунки суғурта компанияси шахсларнинг ҳаёти, соғлиғи ёки мулкига тасодифан етган зарарни қоплашни суғурта шартномаси шартларига мувофиқ ўз зиммасига олади. Шунинг учун режалаштирилаётган тўлов мажбуриятларининг бажарилиши асосий омиллардан бири ҳисобланади.

Суғурталовчи ва қайта суғурталовчининг инвестицион фаолият объектлари қуйидагилардан иборатдир:

- Ўзбекистон Республикасининг давлат қимматли қоғозлари;
- хорижий давлатларнинг давлат қимматли қоғозлари;
- банк сертификатлари (депозит сертификатлари);
- кредит ташкилотларидаги омонатлар (депозитлар);
- кўчар ва кўчмас мулк (бинолар, иншоотлар, жиҳозлар ва бошқа моддий қийматликлар) ва уларга эгалик ҳуқуқи ва бошқалар.

Акция ва облигацияларнинг суғурта компаниялари томонидан эмиссия қилинишининг улар учун бир қанча фойдали томонлари бор. Бунда суғурта компаниясининг миллий ва чет эл валютасида ҳисоб рақамини шакллантириш имконияти пайдо бўлади. У ташқи иқтисодий фаолиятни амалга оширувчи мижозларини суғурта

ҳодисаси рўй берганда ўз вақтида чет эл валютасида зарарни қоплаб бериши мумкин бўлади. Суғурта компанияларининг капиталлашув даражаси шиддат билан ўсишига олиб келади. Чет эл инвестицияси иштирокида суғурта компаниялари ташкил этилади. Чет элнинг номдор банклари, суғурта компаниялари ва акциядорлик жамиятлари Ўзбекистон суғурта компаниялари акцияларини харид қилишга интилади. Мамлакатимиз валюта захирасининг янада кўпайишига олиб келади. Суғурта компанияларига аҳолининг ишончи янада ошади.

Назорат учун саволлар

1. *Молия бозори институционал инвесторларининг аҳамияти нималардан иборат?*
2. *Молия бозори институционал инвесторлари қандай таркибдан ташкил топган?*
3. *Тижорат банкларининг қимматли қоғозлар билан операциялари ҳақида гапириб беринг.*
4. *Тижорат банкларининг андеррайтер фаолияти деганда нимани тушунасиз?*
5. *Суғурта компанияларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини ёритиб беринг.*
6. *Тижорат банклари қандай турдаги қимматли қоғозларни эмиссия қилиши ҳақида гапириб беринг.*
7. *Тижорат банклари векселларни эмиссия қилиш тартибини тушунтириб беринг.*
8. *Суғурта компанияларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолияти нималардан иборат?*
9. *Пенсия фондларининг қимматли қоғозлар фаолияти деганда нимани тушунасиз?*
10. *Очиқ инвестиция фондларининг фаолиятини тушунтириб беринг.*

6-БОБ

ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР САВДОСИНИНГ ТАШКИЛОТЧИЛАРИ ВА ОПЕРАЦИЯЛАРИ

6.1. Молия бозорларининг савдо тизимлари ва уларнинг иқтисодиётдаги роли

Молия бозорининг энг катта савдо тизимларидан қимматли қоғозлар (фонд) биржалари ва биржадан ташқари электрон савдо тизимлари ҳисобланади. Булардан ташқари қимматли қоғозлар бозорида махсус фонд дўконлари, Интернет-брокер (Интернет-трейдер) тармоқлари, «чакана кўча» ва андеррайтерлик (чакана савдо) тармоқлари мавжуд.

Айтиш жоизки, жаҳон савдо амалиётида 50 дан зиёд турли хил электрон савдо тизимлари мавжуд бўлиб, уларнинг ярмиси фьючерслар савдосига хизмат қилади.

Ҳозирда қимматли қоғозлар савдо тизимлари турли базисли (валютали, товар-хом ашёли, индексли, фоиз ставкали, қимматли қоғозлар ва бошқалар) қимматли қоғозлар муомаласини ташкиллаштиради. Бу эса, қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини бошқа савдо тизимларга қараганда анча кенглиги ва салмоқлилигидан далолат беради. Демак, уларнинг иқтисодиётдаги ва молия бозоридаги роли катталигини билдиради.

Фонд биржалари, фонд бўлимини ташкил қилган бошқа биржалар ва қимматли қоғозлар билан биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси савдоларида тузилган қимматли қоғозлар бўйича битимлар, улар томонидан тасдиқланган ва қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган қоидаларга асосан рўйхатга олинади.

Молия бозорида молиявий инструментлар савдосини ташкиллаштирувчи ва савдо жараёнларини таъминлашга хизмат кўрсатувчи институтлар унинг савдо тизими тузилмасини ташкил қилади.

Ҳозирда молия бозори савдо тизимлари – молиявий инструментларнинг (пул, кредитлар, валюта, қимматли қоғозлар) бозор муомаласи жараёнларини ташкиллаштирувчи шакллар, усуллар

ва нормалар (тегишли тартиб-қоидалар, қонуний-меъёрий ҳужжатлар), традициялар (жумладан этик нормалар), тамойиллар ҳамда ушбу жараёнларни нормал кечишига хизмат кўрсатувчи профессионал қатнашчилар мажмуасидан иборат мураккаб савдо индустрия сифатида ташкиллашган бозор механизми.

Бошқача қилиб айтганда, савдо тизими – бу битишув тўғрисида шартнома тузишни, тузилган шартнома параметрларини текшириш, клирингни (ҳисоб-китобни) амалга ошириш, битишув талабларини охиригача ижро қилиш (тўловни амалга ошириш ва қимматли қоғозларни янги эгасига бериш) имкониятларини берувчи техник, технологик ва ташкилий воситалар мажмуасидан иборат мураккаб савдо индустрия сифатида ташкиллашган бозор механизми.

Молия бозорининг савдо тизимларини молиявий инструментлар тури бўйича қуйидагича ажратиш мумкин:

- қимматли қоғозлар савдоси тизимлари;
- пул воситалари (масалан, пластик карточкаларнинг турли хиллари) ва валюта савдоси тизимлари;
- кредитлар савдоси тизимлари;
- суғурта инструментлари (полислари) савдоси тизимлари;
- молиявий (валюта) қийматга эга бўлган ноёб ва ювелир буюмлари, қимматбаҳо металл ва тошлар ҳамда ноёб (камёб) элементлар (радиактив) савдоси тизимлари.

Пул воситалари савдоси банклар томонидан амалга оширилади. Бунда банкларнинг маҳсулотлари савдо марказлари (уйлари) ҳам бўлиши мумкин.

Валюталар савдоси тизими мисолида FOREX халқаро электрон тизимини ва валюта алмаштириш шаҳобчалари мажмуасини келтириш мумкин.

Кредит ресурслари банклараро кредит бозорларида савдо қилинади, банклар ва кредит ташкилотларида (иттифоқларида) олди-сотдиси амалга оширилади.

Суғурта полислари суғурта компаниялари томонидан андеррайтерлар ва агентлар ёрдамида сотилади.

Валюта қийматига эга бўлган ноёб ва ювелир буюмлари махсус аукционларда савдо қилинади. Бунда ломбардлар ҳам иштирок этади.

Қимматбаҳо металл ва тошлар ҳамда ноёб элементлар махсус аукционларда савдо қилинади.

Фонд бозори савдо тизимларида қимматли қоғозларнинг турларига қараб улар бўйича савдо шакллари, усуллари ва механизмлари маълум даражада фарқланиши мумкин. Шу муносабат билан савдо тизимларини қуйидагича таснифлаш мумкин:

- эмиссияланувчи қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- эмиссияланмайдиган қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- базавий қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- базисли қимматли қоғозлар (деривативлар, яъни ҳосилавий қимматли қоғозлар) савдоси тизими;

Савдо тизимларини қимматли қоғозлар бозори сегментлари бўйича ҳам таснифлаш мумкин:

- бирламчи тарзда илк бор жойлаштириладиган қимматли қоғозлар савдоси тизими (бирламчи бозор савдо тизими);
- иккиламчи бозор (спекулятив) савдо тизими.

Ушбу савдо тизимлари биржавий ва биржадан ташқари бозорларда мужассамлашган. Кўриниб турибдики, савдо тизимлари молия бозорида муҳим роль ўйнайди. Уларнинг бу роли ўзларида молия бозорининг барча қатнашчилари учун молиявий инструментлар бўйича самарали савдо жараёнини ташкиллаштириш, унда етарли ва қулай шарт-шароитлар яратиш ҳамда бу жарёнда объектив бозор нархларини белгилаш билан ифодаланади.

Савдо тизимлари қуйидаги вазифаларни бажаради:

- ҳар бир савдо қатнашчисига бозордан алоҳида жой ажратиб бериш;
- нарх-навонинг мувозанат ва объектив даражасини арбитраж асосида аниқлаш;
- савдо жараёнида тарафлар томонидан савдо ижросини аниқ, тўлиқ, ўз вақтида ва кафолатли бажарилишини таъминлаш;
- савдоларни очиқлик ва ошкоралик асосида ташкиллаштириш;
- савдо қатнашчилари томонидан этик нормаларга ва кодексига риоя қилинишини таъминлаш.

Савдо тизимларининг функцияси – бу ўзи орқали молиявий ресурсларни самарали ва объектив нархларда иқтисодиёт субъектлари ўртасида тақсимланишини ва қайта тақсимланишини таъминлашдир.

Биржа тушунчаси кенг маънода молия бозори ва савдо тизимларининг мазмуни, вазифалари ва функциясидан келиб чиқиб таърифланади, яъни *фонд биржаси* – бу:

- мунтазам регламентланган режимда фаолият юритувчи улгуржи бозорнинг алоҳида ташкилий-ҳуқуқий шакли бўлиб, унда товар сифатида биржа экспертизасидан ўтган ва савдога киритилган қимматли қоғозлар ҳисобланади;
- сотувчи ва харидорни бир-бири билан учраштириш йўли орқали қимматли қоғозларни савдосига кўмаклашувчи механизм;
- қимматли қоғозлар савдосини ташкиллаштирувчи ва бунда савдо қатнашчилари учун етарли ва қулай шароитлар яратувчи юридик шахс;
- қимматли қоғозларга бўлган талаб ва таклифга биноан белгиланган тартиб-қоида (давлат қонунлари ҳамда биржа Низоми ва ички меъёрий ҳужжатлари), очиқлик ва ошкоралик асосида савдоларни маълум вақтда ўтказадиган жой (савдо майдони);
- қимматли қоғозларнинг бозор курсини (нархини) белгиловчи, мунтазам ва очиқ тарзда жорий биржа котировкаларини эълон қилиб борувчи ташкилот.

Умуман олганда, ***фонд биржаси*** – юқорида санаб ўтилган хоссаларга эга бўлган махсус мақомли юридик шахс бўлиб, қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси ҳисобланади ва унинг фаолияти предмети фонд бозорининг профессионал иштирокчилари учун муайян жойда ва белгиланган вақтда қимматли қоғозлар бўйича савдоларини ташкил қилиш, уларнинг бозор нархларини (қимматли қоғозларга бўлган талаблар ва таклифлар ўртасидаги мувозанатни акс эттирувчи нархларни) аниқлаш, улар юзасидан мувофиқ маълумотларни тарқатишдан иборат. Фонд биржаси ўз фаолиятида қонун ҳужжатларига, биржа уставига ҳамда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган биржа савдолари қоидаларига амал қилади.

Фонд биржаси қонунчиликка мувофиқ рўйхатдан ўтказилади ва у қимматли қоғозларга доир биржа фаолиятини юритиш учун Давлат мулкини бошқариш бўйича ваколатли давлат органидан лицензия олади. Биржа фаолиятини юритиш учун лицензия олмаган ташкилот бундай фаолиятни амалга ошира олмайди.

Қонун ҳужжатларига мувофиқ фонд биржаларига қўйилган талабларга жавоб берадиган бошқа биржалар қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органининг ёзма хулосаси асосида ўзининг тузилмасида фонд бўлимларини тузишга ҳақли. Бошқа биржаларда фонд бўлимларини тузишга ва фаолиятига қўйиладиган талаблар қонунчиликда белгиланади.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият олиб бориш ҳуқуқини берувчи рухсатнома (лицензияси) бўлган юридик ва жисмоний шахслар фонд биржаси муассислари бўлишлари мумкин. Фонд биржаларининг аъзолари биржада брокерлик жойини сотиб олган қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари бўлишлари мумкин. Фонд биржаси аъзоларининг сони биржанинг бошқарув органлари томонидан бошқарилади. Фонд биржасининг аъзолари давлат бошқарув органлари, прокуратура ва суд, уларнинг раҳбар ходимлари ёки мутахассислари бўлиши мумкин эмас. Фонд биржаси аъзоларини савдоларга қўйиш, фақатгина уларда қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият олиб бориш учун тегишли лицензияга эга бўлгандан кейин рухсат этилади. Бошқа биржанинг аъзоси қимматли қоғозлар бозорида инвестицион воситачи сифатида фаолият олиб бориш учун лицензияга эга бўлса, фонд бўлимлари томонидан ташкил этилган савдоларда иштирок этиш ҳуқуқига эга. Қимматли қоғозлар билан биржа савдосини амалга ошириш қоидалари биржанинг олий бошқарув органи томонидан қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган ҳолда тасдиқланади. Қоидаларда қуйидагилар назарда тутилиши лозим:

- мазкур биржада қимматли қоғозлар олди-сотдиси принциплари;
- биржа олди-сотдиси қатнашчиларининг таркиби ҳамда уларга қўйиладиган талаблар мажмуи;
- биржа савдоларининг жойи ва вақти тўғрисида маълумот;
- қимматли қоғозларни биржа олди-сотдисига чиқариш тартиби;
- биржа битимларининг тавсифи;
- мижозлар брокерларга берадиган топшириқ (буйрук) турлари;
- тузилган битимлар бўйича текширув ва ҳисоб-китоб тартиби;

- олди-сотдини ташкил этиш;
- битимларни рўйхатдан ўтказиш ва расмийлаштириш тартиби;
- қимматли қоғозлар муомаласини амалга оширишда фойдаланиладиган шартнома, ҳисобот, буюртма ва хабарномалар ҳамда биржага оид бошқа ҳужжатлар намуналари.

Фонд биржалари ва бошқа биржаларнинг фонд бўлимлари низом, қимматли қоғозлар савдоси бўйича ички қоидалар, қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган устав (фонд бўлимининг низоми) асосида ҳаракат қилади. Фонд биржаси қуйидаги ҳуқуқларга эга:

- биржа аъзолигига кириш учун зарур бўлган қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиларига қўйилган минимал мажбурий талабларни белгилаш;
- биржа савдоларида аъзолар вакилларига қўйилган квалификацион талабларни белгилаш;
- биржа аъзоларининг мажлисларини чақириш ва ташкиллаштириш;
- эксперт, квалификацион, листинг, назорат, арбитраж комиссиялари, маслаҳат ва маълумот бюроларини ва уларнинг ишлари учун зарур бўлган бошқа муассасаларни таъсис этиш;
- ўз уставига мувофиқ биржа аъзолари тўлайдиган кириш ва жорий бадалларни белгилаб, ундириб олиш битимларни рўйхатга олганлик, техник хизмат кўрсатганлик учун доимий ва бир марталик мижозлардан биржада бўлганлик учун ҳақ белгилаб, ундириб олиш, шунингдек, биржа уставини, биржа йиғилишлари қоидаларини бузганлик, рўйхатдан ўтказиш йиғимини вақтида тўламаганлик учун жарима ва пенялар ундириб олиш;
- биржа буклетлари, маълумотномалари, тўпламларини чоп этиш;
- назорат қилувчи органларнинг қонунга хилоф ҳатти-ҳаракатлари устидан суд тартибида шикоят қилишга ҳақлидир.

Фонд биржаси фаолиятининг молиявий таъминоти:

- фонд биржаси акциялари ва пайларини сотиш;
- фонд биржасидаги брокерлик ўринларини сотиш;
- фонд биржаси аъзоларининг мунтазам тўлаб борадиган аъзолик бадаллари;

- биржа битимларини рўйхатдан ўтказишда олинадиган йиғимлар;
- биржа уставида назарда тутилган ахборот хизмати ва бошқа хизматлар кўрсатишдан келадиган даромадлар ҳисобидан амалга оширилиши мумкин.

Жаҳон савдо амалиётида ҳозирга келиб, традицион биржа тизимига муқобил сифатда, савдонинг янги шакли, яъни биржадан ташқари электрон савдо тизимлари кенг тарқалди. Бундай тизимларнинг пайдо бўлишига ва жадал суръатлар билан ривожланишига бозор ҳажми ва талабларини ҳаддан ташқари ошганлиги, замонавий ахборот коммуникациялар технологияларини (компьютер техникаси, информацион технологиялар ва алоқа телекоммуникациялари) бозор иқтисодиёти ҳаётига ва бизнесга кенг кириб келиши сабаб бўлди.

Электрон савдо тизими – бу товарларнинг (савдо объектларининг) биржадан ташқари савдосини ташкилий воситалар ва ахборот технологик коммуникациялар мажмуаси ёрдамида бир бутун информацион фазода ташкиллаштирувчи ташкилий-ҳуқуқий шаклда (юридик шахс мақомида) тузилган мураккаб тармоқланган савдо тизими бўлиб, ўз қатнашчиларига битишув тўғрисида шартнома тузиш, тузилган шартнома параметрларини текшириш, клирингни (ҳисоб-китобни) амалга ошириш, битишув талабларини охиригача ижро қилиш (тўловни амалга ошириш ва қимматли қоғозларни янги эгасига бериш) бўйича қулай ва етарли имкониятларини берувчи ташкиллашган бозор механизми. Бунда савдо қатнашчилари бир-бирлари билан виртуал информацион, узлуксиз савдо режимида реал товарлар савдоси муомаласига кирадилар. Ушбу тизимда турли хил товар (жумладан қимматли қоғозлар) муомалада бўлиши мумкин. Электрон савдо тизими фаолияти ўзига қуйидаги босқичларни киритади:

- тизимга кириш ва уни ҳимояси;
- савдо объекти тўғрисидаги бозор информациясини кўриб чиқиш (кузатиш);
- тизимга битишувларни содир қилиш талабларини (буйруқларни) киритиш;
- узлуксиз савдо режимида битишувларни тузиш;
- буйруқлар ҳисоб-китобини юритиш;
- тизимдан фойдаланувчиларга битишувлар тўғрисидаги информацияни тарқатиш;

- ҳар бир битишув бўйича тизимнинг фаолиятини назорат қилиш.

Электрон савдо тизимларининг ижобий томонларига қуйидагиларни киритиш мумкин:

- савдо операцияларини куннинг исталган вақтида амалга ошириш имконияти;
- жаҳон фонд бозорларига турли ҳудудлардан брокерларнинг максимал кириши;
- нисбатан кичик миқдордаги операцион ҳаражатлар;
- савдо қатнашчилари тўғрисидаги информацияни юқори даражада махфийлиги (конфиденциаллиги);
- анъанавий биржа савдосидан фарқли (одатда харидорнинг биргина қулай нархи ва сотувчининг нархи), бир вақтнинг ўзида бир нечта қулай нархларни кўриш имкони мавжуд.

Электрон савдо тизимларининг келтирилган ижобий томонларига қарамасдан, улар ҳозирда тўлалигича амалга оширилмаяпти, натижада электрон бозорларнинг ликвидлилик даражаси нисбатан пастроқ бўлиб қолмоқда.

Қимматли қоғозлар савдо тизими – молия бозорининг таркибий қисмларидан бири сифатида ўзига хос ва жадал суръатлар билан такомиллашиб борувчи инструментарийси, методологик асослари ва фаолият механизмидан иборат бўлади. Иқтисодиёт амалиёти нуқтаи-назаридан юқори даражада ривожланган ва халқаро миқёсда интеграллашган қимматли қоғозлар савдо тизимлари тартиблашган ва ўзгарувчан омиллар таъсирига сезгир бўлган эмиссия-инвестиция муҳитига эга инфратузилма, мураккаб динамик тизим бўлиб, молиявий глобаллашувнинг шаклларидан бири сифатида жаҳон иқтисодиёти ҳолати ва ривожланиш тенденцияларини ўзида объектив тарзда акс эттиради. Бундай савдо тизимлари миллий иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш ва халқаро капиталларнинг эркин оқимини таъминлашда муҳим роль ўйнайди. Шунингдек, улар беқарорлик ва рисклар манбаси сифатида ҳам тавсифланади.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда, қимматли қоғозлар савдо тизимлари – қимматли қоғозлар савдоси билан боғлиқ муносабатлар ва объектив конъюнктура муҳитини ташкиллаштирувчи инфратузилмавий институтлар мажмуасидан иборат. Шунга мос равишда ташкиллашган қимматли қоғозлар савдо тизими вазифа-

си – қимматли қоғозлар бўйича савдо муносабатлари учун қулай шарт-шароитлар яратган ҳолда қуйидагиларни таъминлайди: – ҳар бир савдо қатнашчисига бозордан жой ажратиб бериш; – нархнавонинг объектив даражасига эришиш; – савдо жараёнида тарафларнинг савдо ижросини аниқ, тўлиқ, ўз вақтида ва кафолатли бажарилиши; – савдоларни адолатли ва ошкоралик асосида ташкиллаштириш; – савдо қатнашчилари томонидан этик меъёрларга риоя қилинишини таъминлашдир.

Фонд бойликлари олди-сотдисини амалга оширишда савдо-сотиқнинг турли хил технологияларини қўллаш мумкин. Одатда, технологияни танлаш фонд бозорининг у ёки бу сегментида қимматли қоғозлар билан бажариладиган операцияларнинг тезкорлигига боғлиқ. Бир мамлакатнинг ўзида турли биржаларда ва ҳатто бир биржанинг ўзидаги турли савдо майдончаларида ҳам ҳар хил турдаги технологиялардан фойдаланиш мумкин.

Бу технологияларнинг ривожланиши ва аста-секин мураккаблашиб бориши, қимматли қоғозлар бўйича биржа ва биржадан ташқари айланманинг ўсиш тамойили ҳамда уларга савдоларнинг биржа ва биржадан ташқари тизимлари орқали хизмат кўрсатишни жадаллаштиришнинг ўсиб бораётган талаблари билан шартланади.

Электрон савдо тизимида қуйидагиларни тўсиқ сифатида кўрсатиш мумкин:

- электрон савдо дилерларнинг ўз операцияларида контрагентлари билан иш юзасидан мулоҳаза қилишига асосланган профессионал интуициясини тўлиқ ишлатишига қийинчилик туғдирмоқда;
- буйруқларнинг қўшимча шартларини ҳисобга олиш имкони йўқлиги, баъзан эса битишув ижросига буйруқларни тўхтатиш мумкин эмаслиги;
- тизимда сотиладиган қимматли қоғозларнинг рисклилик даражасини нисбатан юқорилиги.

Кўрсатилган камчиликларга қарамасдан, электрон савдо тизимлари жадал ривожланиб бормоқда. Ҳозирда энг ривожланган электрон савдо тизимларини кўп мамлакатларда кўриш мумкин: АҚШ, Европа Иттифоқи мамлакатларида, Канада, Сингапур, Япония, Саудия Арабистони, Россия, Австралия ва бошқалар.

Умуман Республика Кўчмас мулк ва фонд биржаларининг электрон савдо тизимлари Республика миқёсида кенг имкониятларга

эга бўлиб ҳисобланади. Бундай электрон тизимлардаги афзалликларни биз қуйидагиларда кўришимиз мумкин:

1. Электрон биржа савдолари орқали савдоларнинг оммавий тарзда ўтиши, савдолардаги шаффофликни таъминлайди;

2. Савдоларнинг Республика миқёсида ўтишини, исталган жойдан туриб савдоларда иштирок этишни таъминлайди;

3. Давлат мулкларини сотиб олувчилар икки ва ундан ортиқ харидор сотиб олиш талабини билдирган тақдирда, мулкнинг нархи босқичма-босқич электрон автоматик тарзда кўтарилади, яъни савдо аукционга айланишини таъминлайди;

4. Узоқ муддат биржа савдоларида туриб, ўз харидорини топмаган давлат активларининг бошланғич нархини босқичма-босқич пасайтирилиши автоматик тарзда ҳар савдо сессияда бошланғич нархининг беш фоизи миқдорида пасайишини таъминлайди;

5. Республика Кўчмас мулк ва фонд биржаларининг электрон савдо тизимлари, улардаги маълумотларни тез қайта ишлаш, улардан осонлик билан самарали фойдаланиш имконини беради.

Республика Кўчмас мулк ва фонд биржаларининг электрон савдо тизимларидаги афзалликлари билан бир қаторда уларнинг қуйидаги камчиликлари ҳам мавжуддир:

1. Электрон биржа савдоларида ахборот технологияларининг жуда юқори даражада такомиллаштирилмаганлиги сабабли уларда ҳар хил қарама-қаршиликларни вужудга келиши;

2. Биржа савдоларини ўтказишда юзага келадиган техник носозликлар сабабли ҳудудий филиаллардан харидорларнинг биржа савдоларига қатнаша олмасликлари;

3. Биржа ходимлари, биржа маклерлари, биржа брокерлари томонидан биржа савдоларини ўтказиш тизимининг юқори даражада билмаслиги, уларнинг молиявий саводхонлиги талабга жавоб бермаслиги;

4. Биржа савдолари тизимида янги ахборот технологиялардан фойдаланмаслик натижасида замонавий биржа савдоларининг талабларга жавоб бермаслиги;

5. Биржада савдоларни амалга оширувчи брокер ва дилерларнинг турли биржа ўйинларини яъни, буқалар, қуёнлар ва айиқлар ўйинини амалга оширишларига шароит яратиши натижасида бошқа савдо қатнашчиларининг зарар кўриши.

Шанхай фонд биржаси электрон савдони амалга оширадиган йирик бозорлардан бири ҳисобланади. Унда кўплаб компьютер терми-

наллари мавжуд, шу терминаллар орқали аризалар қабул қилиниб, савдолар амалга оширилади. Шанхай фонд биржаси секундига 16000 та акция сотувини амалга оширади. Кунига 60 млн. сўмлик операцияларни амалга оширмоқда ва ўз навбатида, дунё бўйича энг кучли биржалардан бири бўлиб келмоқда. Биржанинг савдоси иккита сессияда олиб борилади. Биринчи савдо сессияси 9^{15} дан 11^{30} гача ва иккинчи савдо сессияси 13^{00} дан 15^{00} гача олиб борилади.

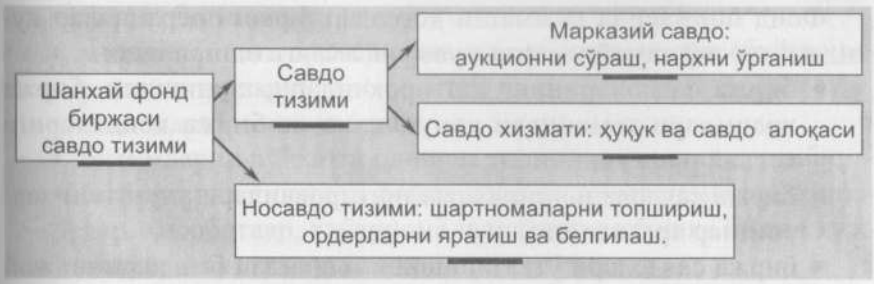
Шанхай фонд бозоридаги спикуляцияни камайтириш учун нархлар кун бўйи ўзгариши чегараланган. Агар инвестиция фонди акциялари ва қимматли қоғозларининг спекуляцияси 10% дан ошиб кетса, унда биржа савдо сотиқ ишлари автоматик равишда тўхтайди. А акция бўйича ҳисоб-китоб ишлари T+1 схемасида бўлса, Б акцияларида T+3 схемаси бўйича амалга оширилади. Шанхай фонд биржасида ҳар куни шартномалар тузилади.

Шанхай фонд биржасида савдолар тизими икки қисм асосида, савдо ва носавдо тизимида амалга оширилади. Савдо тизими ҳам икки қисмга, марказлашган савдо ва савдо-алоқа хизматларига бўлинади. Шанхай фонд биржаси савдолар шартномаларини тузиш ва уларни бекор қилиш ҳуқуқига эгадир. Биржанинг марказлашган савдосида қимматли қоғозларнинг эгаси ўзгариши, унга бўлган талаб туфайли ўзининг нархлари, катировкалари, фонд савдо тизими аукциони ҳам ўзгаради. Савдо-алоқа тизимида эса, қимматли қоғозлар эгасининг ўзгаришидан кейин шартномаларга асосан савдо амалга оширилади. Савдо муносабатлари ва ҳуқуқлари марказлашган савдо ва савдо-алоқа тизимининг қимматли қоғозлари билан чамбарчас боғлиқ. Аналогик солиштирувга кўра, носавдо бозорига нисбатан марказлашган савдо тизими қуйидаги фарқлар бўйича ажралиб туради.

1. Хизматлар савдо тизими орқали амалга оширилади:
2. Қимматли қоғозлар аниқ савдо асосида сотилади:
3. Савдо брокерлар орқали олиб борилади.

Буни аниқроқ кўришимиз учун 6.1-расмга эътибор қаратиш мумкин.

Шэньчжен фонд биржаси эса, ўзининг платформасида савдони амалга оширади. Бу фонд бозори кунига 20 мингта шартнома тузади. Хитойнинг бу иккита асосий биржаси фақатгина сотиш миқдори билан чекланиб қолмасдан балки турли хил қимматли қоғозларни сотиш билан ажралиб туради.



6.1-расм. **Шанхай фонд биржаси савдо тизими.**[1]

Хитой Кросс-листингги йўқлиги сабабли, биржа иштирокчилари ҳар хил. Иккиламчи қимматли қоғозлар бозорида корхоналарнинг қимматли қоғозларини муомаласи юқори бўлади. Агар Шанхай биржаси листингга кирган бўлса, Шэньчжен биржаси айланмасининг 80 фоизини ғазначилик облигациялари ташкил этади. Шэньчжен биржасида корхоналар ишчиларининг акциялар улуши юқори туради.

Гонконг фонд биржасининг йирик иштирокчилари Hong Kong and Shanghai Banking Corp., Hutchison Whampoa ва Cathay Pacific Airlinesдан иборат. 1987 йилда Гонконг фонд биржаси Хитой юридикциясига ўтказилгандан кейин, унинг фонд бозори қаттиқ бошқарилиши бошланди. Шунинг учун ҳам Ганконг биржасида спекулятив ҳолатларнинг энг юқори кўрсаткичи кузатилади. Гонконг биржаси замонавий техник томондан ихтисослашган компьютерларга эга бўлиб, у ерда шартномалар «овоз орқали» тузилади. Унда норизедентлар қимматли қоғозларни сотуви ва деривативлар билан шартномалар актив равишда тузилади.

6.2. «Тошкент» РФБ орқали савдоларни ташкил этиш

Фонд биржаси қимматли қоғозлар билан биржа фаолиятини юритиш учун лицензияга эга бўлиши керак. Фонд биржаларининг муассислари бўлиб қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга ошириш учун рухсатномага (лицензияга) эга бўлган юридик ва жисмоний шахслар қатнашиши мумкин. Давлат ҳокимияти ва бошқаруви идоралари, уларнинг ходимлари ва мутахассислари сифатида иштирок этиши мумкин эмас.

[1] http://www.sse.com.cn.

Фонд биржасида қимматли қоғозлар билан операциялар қуйидаги асосий тамойилларга мувофиқ амалга оширилади:

- биржа савдоларининг иштирокчилари, шунингдек, биржа ходимлари томонидан қонунчилик ва биржа қоидаларига қатъий риоя қилиниши;
- биржа савдоларининг барча иштирокчилари учун тенг шароитлар яратилиши;
- биржа савдолари ўтказилишини олдиндан белгиланган жой ва вақт билан регламентлаш йўли орқали ушбу савдоларнинг мувофиқлигини таъминлаш;
- тузиладиган битимларнинг ихтиёрийлиги;
- амалда юзага келган талаб ва таклиф асосида нархни белгилаш;
- биржа савдоларига рухсат этилган қимматли қоғозлар ҳақидаги ишончли ва тўлиқ маълумотларни зудлик билан эълон қилиш ҳамда биржа савдолари иштирокчиларини биржа битимларининг нархлари тўғрисида хабардор қилиш;
- қонун йўли билан талаб этиладиган биржанинг ахборотини тақдим этиш ва эълон қилиш;
- товламачилик, нархлар билан найрангбозликлар қилиниши, қасддан нотўғри ахборот берлишининг тақиқланиши ва бошқалар.

Фонд биржалари ўзини-ўзи тартибга солувчи ташкилотлар жумласига киради. Бу шуни англатадики, биржалар қимматли қоғозлар билан биржа савдолари қоидаларини, биржанинг таркибий тузилмалари, уларни аъзоларининг ишини тартибга солувчи ҳужжатларни мустақил равишда ишлаб чиқади ва тасдиқлайди. Бироқ, буларнинг барчаси қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги амалдаги қонун ҳужжатлари доирасида амалга оширилиши лозим. Хусусан, биржа операцияларининг қоидалари мажбурий тартибда қуйидаги таърифларни назарда тутиши керак:

- муайян биржада қимматли қоғозлар билан савдо-сотиқ қилиш тамойиллари;
- биржа савдолари иштирокчиларининг таркиби ва уларга нисбатан қўйиладиган талаблар;
- биржа йиғилишларининг жойи ва вақти ҳақида ахборот;
- қимматли қоғозларнинг биржа савдоларига рухсат этилиши тартиби;

- биржа битимлари;
- мижозларнинг брокерларга топшириқномлари (буйруқлари)нинг турлари;
- савдоларни ташкил этиш;
- битимларни рўйхатга олиш ва расмийлаштириш тартиби;
- битимларни тузишда фойдаланадиган шартномалар, аризалар, ҳисоботлар, хабарнома шакллари ва бошқа биржа ҳужжатларининг намуналари.

Биржа савдоларининг ички қоидалари, биржанинг устави мажбурий тартибда Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган билан келишилиши зарур.

Ўз вазифаларини бажариш учун фонд биржалари:

- биржа аъзолигига кириш учун зарур бўлган инвестиция муассасаларига нисбатан қўйиладиган мажбурий талабларни белгилаши;
- савдоларда биржа аъзоларининг вакилларига қўйиладиган малака талабларини белгилаш;
- эксперт, малака, котировка, баҳсларни ҳал этиш учун низолар бўйича комиссия, маслаҳат ва маълумотномалар бюросини ташкил этиши;
- кириш ва жорий аъзолик бадаллари, битимларни рўйхатга олиш, техник хизматлар, биржага доимий ва бир марталик келиб-кетувчиларнинг ташрифи учун тўловларни белгилаши ва ундириб олиши;
- уставни, савдолар қоидаларини бузганлик учун, рўйхатга олиш йиғимларини ўз вақтида тўламаганлик учун жарималарни ундириб олиши;
- биржа қўлланмалари, маълумотлари, тўпламларини нашр қилиши мумкин.

Қимматли қоғозлар бозорида биржа фаолияти фонд биржасининг махсус фаолият тури бўлганлиги боис, қонунчилик билан унинг даромад манбалари қатъий регламентланган. Чунончи, биржа фаолиятини молиялаш ўз акцияларини, пайларини, брокерлик жойларини сотиш, мунтазам аъзолик бадаллари, биржа битимларини рўйхатга олишдан тушган йиғимлар, қимматли қоғозлар билан операцияларда воситачилик қилганлиги учун воситачилик ҳақлари, шунингдек, ахборот ва айрим бошқа хизматлардан олинган даромадлар ҳисобидан амалга оширилиши мумкин.

«Тошкент» Республика фонд биржаси Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1994 йил 21 январда қабул қилинган «Иқтисодий ислоҳотларни янада чуқурлаштириш, хусусий мулк манфаатларини ҳимоя қилиш ва тадбиркорликни ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» Фармонига асосан 1994 йилнинг 8 апрелида ташкил топди. Шу йилнинг ўзида биржа орқали 30 млн. сўмга тенг қимматли қоғозлар билан операциялар амалга оширилди. 1994 йилда биржада 13 та брокерлик идоралари аккредитациядан ўтган. 1995 йилга келиб брокерлик идоралари 83 тани ташкил этди ва биржада қимматли қоғозлар билан 1,3 млрд. сўмлик савдолар амалга оширилди. Биринчи бор биржанинг Самарқанд, Андижон, Бухоро шаҳарларида шўъба бўлинмалари очилди. Шу йилнинг ўзида «Тошкент» Республика фонд биржаси Истамбул шаҳрида жойлашган Евроосиё фонд биржалари федерациясига қабул қилинди.

1999 йилдан бошлаб биржада эркин конвертлаштирилган валютада савдолар амалга оширила бошлади ва у 1,4 млн. АҚШ долларини ташкил этди. 2000 йил февраль ойидан бошлаб биржада Тасикс (Tasix) Эркин Фонд Индекси ҳисобланадиган бўлди. 2001 йилнинг сентябрида «Тошкент» Республика фонд биржаси МДҲ мамлакатларининг «Халқаро биржалар ассоциацияси»га қабул қилинди.

Мамлакатимиз фонд бозорини модернизация қилиш тўғрисидаги шартнома ва Президентимизнинг 2012 йил март ойида қабул қилинган «Фонд бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги фармони катта йўл очди. Корея фонд биржаси билан ҳамкорликда олиб борилаётган лойиҳага асосан Ўзбекистон фонд бозори учун камида 6 млн АҚШ доллари суммасига тенг дастурий таъминлашни, сервер ва телекоммуникация асбоб-ускуналарини, маҳаллий мутахассисларни ўқитишни ва 1 йил мобайнида кафолатли хизмат кўрсатишни ўз ичига оладиган Ягона дастурий-техник комплексни фойдаланишга тайёр қилиб етказиб берилиши ва жорий этилиши мўлжалланди. «Tasix» индекси «Тошкент» Республика фонд биржаси жаҳон стандартларига жавоб бера оладиган тарзда тўлиқ шаклланганидан сўнггина — 1999 йилда ишлаб чиқилиб, 2000 йилдан жорий қилинган эди. «Tasix» индекси фонд биржасининг савдо тизимидаги барча савдо секцияларида, яъни листингга кирган компанияларнинг ҳам, листингдан ташқари компанияларнинг ҳам

акциялари билан бирламчи ва иккиламчи бозорда амалга оширилган битимлар бўйича шаклланган нархлар асосида аниқланган.

Бундан ташқари, «Tasix» индекси фонд биржасидаги битимлар амалга оширилган барча савдо секциялари якуни бўйича юзага келган нархлар ўртача қийматининг умумий ўзгаришини тасвирлаб берувчи интеграл индекс ҳисобланиб, ундан фақат таҳлилий мақсадларда фойдаланиш мумкин бўлган.

Кейинги йилларда мамлакатимиз иқтисодиётида таркибий ўзгаришлар жараёни жадаллашиб боргани сайин қимматли қоғозлар бозорига бўлган талаб ва таклиф ҳам орта бошлади. Фонд биржасида листингга кирган ва кириш истагида бўлган компаниялар сони кўпайди. Аммо, «Tasix» индексидан фонд бозори кўрсаткичи сифатида қўлланилишида айрим камчиликлар кузатила бошланди. Масалан, мазкур индекснинг хусусийлик характери – фақат амалга оширилган битимлар бўйича ҳисобланиши, унинг листингдан ташқари компанияларнинг қимматли қоғозлари билан амалга оширилган битимлар бўйича ҳам ҳисобга олиниши, шунингдек, ҳар хил нархлар ва номинал қийматга эга бўлган қимматли қоғозлар билан амалга ошириладиган битимлар тузилмасидан келиб чиққани боис, индекснинг кескин ўзгариши ҳамда индекснинг ҳисобланиш базаси ва таркибида компаниялар салмоғининг, биринчи навбатда компанияларнинг бозор капиталлашув даражасидаги ўзгариш динамикасининг тўлиқ акс этилмаслиги кабилар шулар жумласидандир.

«TCI Composite» индекси амалиётига ўтиш орқали ушбу камчиликларни бартараф этиш мумкинлиги аниқланди. Чунки, уни ҳисоблашда жорий савдо кунида фақатгина листингга кирган компанияларнинг акциялари билан амалга оширилган ва индекс ҳисобланаётган вақтда савдо тизимида қайд қилинган ҳамда савдо сессиясининг якуни бўйича биржа расмий ҳисоботига киритилган битимларнинг ўртача қийматдаги нархи инобатга олинди.

Бундан ташқари «TCI Composite» индекси савдо тизимидаги листингга кирган компанияларнинг акциялари билан амалга ошириладиган секцияларда фақат оддий акцияларнинг бирламчи жойлаштирилиши ва иккиламчи бозорда битимлар амалга оширилган вақтда индекснинг ҳисобланиш базасига киритилган ҳолда кунлик савдо сессияси якунланганидан сўнггина ҳисобланади. Шунингдек, «TCI Composite» индекси кунлик, ҳафталик, ойлик, чораклик ва

йил якунлари бўйича ҳам ҳисобланиши ҳамда таҳлилий мақсадлар учун ҳам фойдаланилиши мумкин.

Статистик кўрсаткич сифатида қўлланиш жараёнида «TCI Composite» индекси ўзига хос афзалликларга эга эканлигини ҳам алоҳида таъкидлаш жоиз. Чунончи, индекснинг умумийлик характери бўлган ҳисоблаш нафақат амалга оширилган битимлар асосида, балки фонд биржасининг расмий листингига кирган компанияларнинг бозор капиталлашув даражаси инобатга олинган ҳолда йўлга қўйилади. Шунингдек, индексни ҳисоблаш учун фақат листинг компанияларининг қимматли қоғозлари билан амалга ошириладиган битимлар киритилади. Индекснинг листинг компаниялари тўғрисидаги, яъни уларнинг қимматли қоғозлари билан амалга оширилган битимлари ҳажми ва қимматли қоғозларининг миқдорлари ҳам киритилган маълумотлар базаси асосида ҳисобланиши натижасида индекснинг ўзгарувчанлиги кузатилади. Шу билан бирга, индекс таркиби ва базасида компаниялар салмоғи, биринчи навбатда компаниялар бозор капиталлашув даражасининг ўзгариш динамикаси тўлиқ акс эттирилди.

Демак, «Тошкент» Республика фонд биржаси томонидан янги индекснинг жорий қилиниши нафақат қимматли қоғозлар бозорининг умумий ҳолатини баҳолаш тизимини яхшилайди, балки акциядорлик жамиятларининг молиявий барқарорлигини ва самарадорлигини аниқлаш тизимини халқаро стандартлар талаблари даражасига кўтарди.

Бундан ташқари, янги индекс мукаммаллашган статистик кўрсаткич ҳисобланиб, инвесторлар ва қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари учун фонд бозорининг умумий ҳолатини аниқ ва ўз вақтида акс эттириш орқали қўшимча афзалликларни беради, салоҳиятли инвесторларнинг инвестиция киритиши учун стратегик аҳамиятга эга бўлган иқтисодиёт тармоқларини танлаш имкониятини яратади, энг муҳими, фонд бозорининг истиқболини белгилаб берувчи самарали восита бўлиб хизмат қилди.

Савдо тизими бўлимининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

- биржа аъзолари трейдерлардан келиб тушган савдо тизимининг белгиланган секцияларида қимматли қоғозларни сотиш, сотиб олиш учун топширилган аризаларни ёзма ва ёки электрон тарзда қабул қилиш;

► биржанинг ҳисоб-китоб клиринг палатаси бўлимидан олинган ва ўзида қуйидагиларни акс эттирган электрон файлларни бўлиб ўтадиган савдо тизими учун қабул қилиш ва юклаш:
– марказий депозитарий томонидан блокировка қилинган қимматли қоғозлар сони;
– савдо иштирокчилари томонидан миллий ва чет эл валютасида депонентланган пул воситалари суммаси;
– мижоз (сотувчи ва сотиб олувчи)нинг очиқ, ўзгартирилган ва блокланган савдо ҳисоб варқлари реквизитлари;
– эмитентлар ва қимматли қоғозлар таснифи;
► тартиб қоидалар асосида савдолар ўтказиш жадвали ва режимига киритилган ўзгартиришлардан биржа аъзоларини хабардор қилиш;
► тегишли биржа Бошқарув қарори билан тасдиқланган савдолар ўтказиш жадвалига мувофиқ равишда Биржа савдо тизимини ишга тушириш;
► савдоларни мувофиқ савдо тизими секцияларида амалга оширилишини ташкиллаштириш ва таъминлаш.

Биржа назорат хизмати бўлимининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

♦ савдо тизимининг махсус модулини ишлатган ҳолда биржа аъзолари ва трейдерларини савдо тизимига кириш учун рухсат беришни назорат қилишни таъминлаш (брокерлик идоралари рухсатномаси ҳисобини юритиш ва трейдерлар ЭРИ сертификатини регистрацияси);
♦ қонунчиликка асосан брокерлик идоралари ходимларининг қимматли қоғозлар бозори мутахассиси аттестатини мавжудлиги ҳисобини юритиш бўйича назорат қилиш;
♦ биржа аъзолари томонидан брокерлик ва дилерлик, шунингдек, депозитарий фаолиятини юритишда инвестиция воситачиси сифатида фаолият юритишга рухсат берувчи лицензия борлиги назоратини таъминлаш;
♦ давлатнинг ваколатли ташкилоти томонидан берилган инвестиция воситачиси сифатида фаолият юритишга имкон берувчи лицензиянинг фаолият муддати назоратини таъминлаш;
♦ давлатнинг ваколатли ташкилоти томонидан берилган Биржа аъзолари трейдерлардаги қимматли қоғозлар мутахассиси аттестатини ҳақиқийлигини аниқлаш назоратини таъминлаш;

- электрон савдо тизимида биржа аъзолари трейдерларнинг яхши ишлаши ёки фаолиятни амалга ошириши учун ўқитиш жараёнини назорат қилиш, шунингдек Биржа савдо тизимида иштирок этиш учун рухсат берувчи малака-маълумотномасининг борлигини назорат қилишни таъминлаш;
- биржа аъзолари трейдерларнинг савдо тизимига кириш учун пароль бериш жараёнини таъминлаш;
- инвестиция воситачиси сифатида лицензиясининг муддатлари тугаши билан бу биржа аъзоси трейдернинг биржа савдо майдончаларида қимматли қоғозлар савдоларни амалга ошириш ишончномаси муддати тугайди;
- давлат ваколатли органи томонидан берилган малака аттестати муддати тугаши билан; Биржа савдо тизимига киришга рухсат берувчи малака маълумотномасининг муддати тугаши билан савдо тизимидан ўз вақтида ўчириш;
- биржа аъзоси трейдернинг ваколатлари тугаганлиги тўғрисидаги ахборотни Бош маклерга ўз вақтида етказиш.

Истиқболни ривожлантириш бўлимининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

- қимматли қоғозлар бозорини ўрганиш ва таҳлил қилиш асосида биржанинг ривожланиш устувор йўналишларини аниқлаш;
- биржа савдо айланмалари миқдорини ошириш борасида тавсиялар ишлаб чиқиш;
- биржа фаолияти самарадорлигини ошириш борасида тавсиялар ишлаб чиқиш;
- келажакда янги молиявий инструментларни жорий этиш йўли ва фонд бозорига янги иштирокчиларни қўшимча жалб қилиш механизми билан биржани ўртача муддатда ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқиш;
- фонд бозорини ривожлантириш даражасига таъсир этувчи асосий омилларни аниқлаш ва фонд бозорини норматив-ҳуқуқий тартибга солинишини баҳолаш;
- биржанинг инфратузилмавий иштирокчилари фаолиятини, фонд бозорининг кучли ва кучсиз томонларини таҳлил қилиш ҳамда бўлиши мумкин бўлган таваккалчиликлар ва ривожланиш даражаларини баҳолаш;
- инвестиция дастурларини ишлаб чиқиш;

- биржанинг келажакдаги ривожланиш дастурларини ишлаб чиқиш;
- биржа фаолияти стандартларини такомиллаштириш ва ишлаб чиқиш борасида ягона биржа сиёсатини олиб бориш, уларни жаҳон стандарларига яқинлаштириш;
- Ўзбекистон бозорида қимматли қоғозлар муомаласининг халқаро амалиётини жорий этиш дастурини ишлаб чиқиш.

Ҳисоб-китоб клиринг палатаси бўлимининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

- фонд бозорида қимматли қоғозлар билан битимлар бўйича зарур ҳисоб-китобларнинг тўлиқ ва ўз вақтида ўтишини таъминлаш;
- қимматли қоғозлар бозорида битимлар тузилиш жараёнида тўланмай ва кечикиб қолинишини олдини олиш;
- амалга оширилган битимлар натижасини тезкор умумлаштириш ва қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларини бозор конъюктурасининг жорий ҳолати тўғрисида хабардор қилиш.

Листинг хизмати бўлимининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

- листинг компаниялари қимматли қоғозларини биржа котировкалаш варағига қўшиш жараёнини таъминлаш;
- эмитентнинг молиявий-хўжалик фаолияти ҳужжатлари бўйича экспертиза ўтказиш жараёнини таъминлаш;
- листинг компаниялари қимматли қоғозларининг биржа котировкалаш варағида бўлиш жараёнини назорат қилиш;
- биржа котировкалаш варағига киритилган эмитентлар қимматли қоғозларини делистинг қилишни назорат қилиш;
- қимматли қоғозлар биржа айланмасини ошириш мақсадида инвесторларни жалб қилиш учун шарт-шароитлар билан таъминлаш;
- биржа котировкалаш варағига эмитентларни киритиш учун шарт-шароитларни таъминлаш;
- биржа томонидан ҳар бир листинг категорияси учун ўрнатилган биржа битимларини амалга ошириш миқдорига ўрнатилган талабларга листинг компаниялари амал қилишини назорат қилиш.

«Тошкент» РФБнинг низомига кўра, биржа котировка вараги – тегишли «А», «В», «С» ва «Р» тоифалари бўйича Биржа савдоларига

қўйилган қимматли қоғозлар рўйхати мавжуд. Биржа листинги – бу қимматли қоғозларни, уларни биржа котировка варағига киритган ҳолда қимматли қоғозлар биржа савдосига қўйиш процедураси ҳисобланади. Делистинг эса бу, эмитентнинг қимматли қоғозларини биржа котировка варағидан чиқариш процедурасидир.

Биржанинг жавобгар бўлинмаси биржанинг листинг компаниялари билан ишлаш учун масъул бўлган штатли бўлинмаси ҳисобланади. Биржа котировка варағининг «А» тоифаси – эмитентларнинг биржа листингидан ўтади. Мазкур тоифадаги листинг талабларига мос келувчи қимматли қоғозларнинг рўйхати шакллантирилади. Биржа котировка варағининг «В» тоифаси эса, эмитентларнинг биржа листингидан ўтади ва ушбу листинг талабларига мос келувчи қимматли қоғозлари рўйхати ҳисобланади. Биржа котировка варағининг «С» тоифаси эмитентларнинг биржа листингидан ўтган ва мазкур тоифадаги листинг талабларини қаноатлантирадиган қимматли қоғозлари рўйхати ва биржа котировка варағининг «Р» тоифаси – Ўзбекистон Республикаси Президентининг ва Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг қарорларига мувофиқ биржа савдоларига қўйиладиган, биржа листингидан ўтган давлат акциялари ва қимматли қоғозлари рўйхати (агар эмитент ва унинг қимматли қоғозлари илгари «А» ёки «В» ёки «С» тоифаларига киритилмаган бўлса) ҳисобланади.

Листинг компаниялари қимматли қоғозлари биржа котировка варағига киритилган эмитентлари бўлиб, қимматли қоғозлар биржа листинги ва делистинги комиссияси (Комиссия) амалга оширади. Листинг талаблари эмитентнинг молиявий аҳволини баҳолаш мезонлари, улар мувофиқ бўлган тақдирда унинг қимматли қоғозлари биржа котировка варағининг тоифаларидан бирига киритилади. Экспертиза эса, эмитентларнинг молиявий аҳволини баҳолаш ва қимматли қоғозларни биржа котировка варағига киритиш, биржа котировка варағида бўлиш ҳамда уларни биржа котировка варағидан чиқариш чоғида қимматли қоғозларнинг қадрлилигини баҳолаш процедурасини амалга оширади. Листинг комиссияси эмитентларнинг, уларни биржа котировка варағига киритиш, биржа котировка варағида бўлиш ҳамда биржа котировка варағидан чиқариш чоғида, молиявий аҳволини баҳолашни амалга ошириш учун тузилади.

Бугунги кунда, «Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида»ги ва «Қимматли қоғозлари бозори тўғрисида»ги қонунларига мувофиқ ишлаб чиқилган «Устав капитали 500 миллион сўмдан ортиқ бўлган акциядорлик жамиятларини фонд биржасида мажбурий листингдан ўтказиш тартиби тўғрисидаги Низом»га асосланган ҳолда, «Тошкент» РФБ Низомларига мувофиқ «Тошкент» РФБ биржа котировка варағига киритиш, шунингдек, қимматли қоғозларни «Тошкент» РФБ биржа котировка варағидан чиқариш тартибларини белгилайди. Биржа котировкаси вараги – тегишли «А», «В», «С» ва «Р» тоифалари бўйича биржа савдоларига қўйилган қимматли қоғозлар рўйхатидир.

Листингдан ташқари, компаниялар қимматли қоғозларининг котировка нархи қуйидаги алгоритм бўйича ҳисобланади:

А) *биринчи қадам*: охирги уч йил давомида биржада тузилган битимнинг охирги нархи танланади, бунда унинг ҳисоб-китоб ўтказилиш санасидаги миқдорий ҳажми эмитент томонидан чиқарилган шу турдаги қимматли қоғозлар умумий сонининг камида беш фоизини ташкил этади;

Б) *иккинчи қадам*: миқдорий ҳажми эмитент томонидан чиқарилган шу турдаги қимматли қоғозлар умумий сонининг камида беш фоизини ташкил этган битимлар йўқ бўлган тақдирда, савдо тизими охирги уч йил ичида эмитентнинг шу турдаги қимматли қоғозлари бўйича тузилган биржа битимларининг жами суммасини охирги уч йил ичида эмитентнинг шу турдаги қимматли қоғозлари жами сонига бўлиш асосида ўртача ўлчанган биржа котировка нархини ҳисоблайди.

В) *учинчи қадам*: охирги уч йилда амалга оширилган битимлар йўқ бўлган тақдирда, биржа аъзолари томонидан буюртма киритилган санадан бошлаб, савдо тизими топшириқ (комиссия) шартномаси ёки қимматли қоғозларни сотиб олиш ёки сотиш буйруғига мувофиқ савдога қўйилиш нархини котировка нархи сифатида қабул қилади, лекин ушбу нарх қимматли қоғознинг номинал қийматидан паст бўлмаслиги керак.

Шуни таъкидлаш жоизки, биржа аъзолари томонидан савдо тизимига киритилган сотиб олиш ва сотиш буюртмаларининг нархлари спред доирасида бўлиши зарур. Жумладан, спред – қимматли қоғозлар нархларининг белгиланган юқори ва қуйи чегаралари ва котировкаланган нархи ўртасидаги фарқ. Хусусан, спред

доирасига тушмайдиган нархлардаги сотиб олиш ва сотиш буюртмалари савдо тизими томонидан ёпиб қўйилади ва «фаол бўлмаган» буюртмаларга айланади. Ўз навбатида, спред листинг компаниялари бўйича – котировка нархининг 10 фоиздан ошмайдиган миқдорини, листингдан ташқари компаниялар бўйича – котировка нархининг 25 фоиздан ошмайдиган миқдорини ташкил этади.

Таҳлилий хизмат бўлимининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

- биржа фаолияти, биржадан рўйхатдан ўтган инвестицион институтлар, шунингдек, бошқа давлатларнинг фонд биржалари тўғрисидаги маълумотларни тўплаш ва таҳлил қилиш;
- ўтказилган савдо сессиялари тўғрисида сифатли электрон маълумотлар базасини юритиш ва доимий равишда уни тўлдириб бориш;
- раҳбариятни, биржа бўлимлари, манфаатдор тузулма ва идораларни биржада ўтказилган савдо сессиялари тўғрисидаги таҳлилий-информацион материаллар билан таъминлаш;
- фонд бозори ва инвестицион институтлар бўйича таҳлилий ва статистик тадқиқотлар ўтказиш ва улар асосида рақамли-график ҳамда статистик кўрсаткичларни ишлаб чиқиш;
- биржа мутахассисларининг оммавий ахборот воситаларида чиқишлари учун таҳлилий материалларни тайёрлашни ташкиллаштириш;
- биржа расмий веб-сайтида жойлаштириш учун биржа фаолияти тўғрисидаги ойлик бюллетен ва таҳлилий маълумотларни жорий календарь йили учун тайёрлаш.

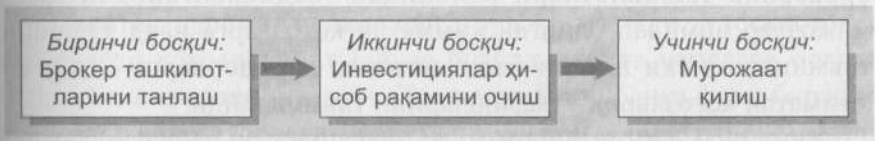
Ахборот технологиялари бўлимининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

- янги информацион технологиялар, тизимли дастурий воситалар ва бир вақтнинг ўзида дастурий таъминотни жорий этиш ва ривожлантириш;
- биржада қабул қилинган меъёрий ҳужжатларга асосан конфиденциал информациялар ҳимоясини таъминлаш;
- тижорат ва хизмат ахборотларини ҳимоялаш мақсадида ташкилий, дастурий ва инженер-техник ишларни ўтказиш;
- биржанинг информацион хавфсизлиги қоидаларини ташкил этувчи бир қатор ҳужжатларни яратилиши ва ижросида ҳамкорлик қилиш ҳамда жорий этиш;

- биржада информацион тизим ва қимматли қоғозлар билан электрон савдоларда компьютер тизимини узлуксиз ишлашини таъминлаш;
- биржа савдо тизими фаолиятига иш станциялари (терминаллар)да фойдаланиладиган лицензияланган дастурий маҳсулотларни сотиб олишни назорат қилиш ва таъминлаш;
- биржа савдо тизимидаги техник носозликларни ўз вақтида бартараф этиш;
- янги дастурий маҳсулотни ўрнатиш, мослаштириш ва иш станциялари (терминаллар) ҳамда ишчи тизимларда жорий этиш;
- биржанинг расмий веб-сайтида маълумотларни жойлаштиришда техник ёрдам ва қўллаб-қувватлашни таъминлаш;
- идора компьютер техника воситасини ишчи фаолиятини ушлаб туриш ва таъминлаш;
- биржа маълумотлар ва ахборотлар базасини хавфсизлигини, нусхасини ва захирасини таъминлаш;
- келгуси календарь йили учун тузиладиган биржа бизнес-режаси техник ва технологик таъминот қисмига тегишли бўлимларини тайёрлаш.

«Тошкент» РФБни савдонинг тизимини тузилиши уч кўринишга эга ҳисобланади.

Биринчиси, савдонинг бошланиши. Савдо операцияларини бошлаш учун инвесторлар бир неча оддий босқичлардан ўтиши керак (6.2-расм).



6.2-расм. **«Тошкент» РФБ савдо тизимининг тузилиши.**

Инвестор Республика фонд биржаси (РФБ) рўйхатидан ўтган ва унинг савдоларида иштирок этадиган брокер ташкилотларини танлаши керак. Брокер танланганидан кейин, инвестор билан брокер ўртасида Инвестициялар ҳисоб рақами очилади. Инвестициялар ҳисоб рақами очиш учун инвесторни қимматли қоғозлар Марказий Депозитарийдан депо ҳисоб рақами олиши керак. Депо ҳисоб рақами очилганидан кейин, инвестор шу иш куни ичида

брокерга мурожаат қилиши мумкин. Мурожаат қилиш учун, брокер ташкилоти инвесторни РФБнинг асосий босқичлари билан таништириб чиқиши керак:

– эмитентнинг номи;
– қимматли қоғозлар сони;
– сотиб олиш ёки сотиш учун тасниф.

Брокер ташкилотлари билан инвесторлар қуйидаги алоқа воситалари орқали боғланади:

1. Ёзма ҳужжатлар.
2. Овозли ҳабарлар.
3. E-mail.
4. Бошқа электрон усуллар.

Иккинчиси, инвестор савдони «Тошкент» РФБнинг рўйхатидаги брокер билан ҳисоб очиш ва мурожаат қилиш орқали амалга ошириши шарт. Инвестор аниқ кўрсатмалар олгандан кейин, брокер ташкилотлар инвесторнинг «Тошкент» РФБда мурожаат қилиш воситачиси бўлади. Мурожаат қилиш учун инвесторларда камида 100% пул миқдори ёки акцияларнинг 100% сони бўлиши керак. Мурожаат қилинганидан кейин, ушбу маблағлар ва қимматли қоғозлар брокер ташкилотлар томонидан тартибга солиш учун музлатилади. Шартномаларни расмийлаштириш ва ҳабарномани бериш «Тошкент» РФБ савдо тизими буюртмалар бериш тизимига аввалдан белгиланган аукцион тамойилларига мос, савдо натижаларини брокер ташкилотларга тақдим қилади. Улар эса, ўз навбатида мижозлар билан қилинган савдо маълумотларини тасдиқлайди. Транзакция тўғрисидаги маълумотлар брокерлик ташкилотлари томонидан тасдиқланганидан сўнг, мижозлар номидан олинган қимматли қоғозларга нақд тўлашни таъминлаши ёки илгари блокланган ва харидорларга сотилган қимматли қоғозларни ўтказишларини таъминлайди.

Учинчиси, қимматли қоғозлар операциялари ва савдо сессияси бўлиб, «Тошкент» РФБда қимматли қоғозларни сотиш операциялари 09:30дан буюртмаларни қабул қила бошлайди ва 15:00 да қабул қилиш тўхтатилади. Қимматли қоғозлар билан савдо эрталаб 10:00дан 14: 30 гача бўлади ва 15:00да «Тошкент» РФБ ёпишдан олдин олди-сотди буюртмаларини қабул қилади.

Савдолар душанбадан жума кунигача амалга оширилади (байрам кунлари бундан мустасно). Буюртмалар турлари қуйидагилардан иборат. Биринчиси, чегараланган буюртма, иккинчиси

эса, бозор буюртмасидир. Чегараланган буюртма максимал ёки минимал эълон қилинган нарх бўйича чекловни белгилайди. Масалан: максимал таклиф нархи 40000 сўмни ташкил этади, бу ҳолда сотиш 40 000 сўмдан ошмаслиги ва минимал таклиф нархи 40 000 сўмдан кам бўлмаслиги керак.

Бозор буюртмаси – брокерлик компаниясига инвестор энг юқори нарх бўйича сотиб олишни (ёки сотишни) топширади, бундай буюртма зудлик билан бажарилади. Бироқ, бозордаги таклиф этилган нархга кафолат бермайди.

6.3. Қимматли қоғозларнинг уюшган ва уюшмаган бозорлари

Қимматли қоғозларнинг уюшган бозори – бу қимматли қоғозлар билан фонд бозори доирасида уюшган тарзда савдо қилиш соҳасидир. Фонд биржаси қимматли қоғозлар билан фонд биржаси доирасида савдо қилиш учун шарт–шароитларни таъминловчи алоҳида муассаса бўлиб, унда савдо фақат қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари томонидан махсус қоидалар бўйича олиб борилади.

Фонд биржаси – бу энг яхши қимматли қоғозлар бозоридир. Биржа савдоларида иштирок этиш учун фақат маълум йил мобайнида барқарор молиявий–хўжалик мавқеига, салмоқли низом жамғармаси ва активлар ҳажмига эга бўлган, шунингдек, биржа томонидан белгиланган айрим бошқа талабларга жавоб берадиган эмитентларнинг акцияларига рухсат этилади. Ўзбекистонда қимматли қоғозларнинг биржа бозори иккита муассаса орқали амалга оширилади. Булар – «Тошкент» Республика фонд биржаси ва унинг вилоятлардаги 13 та бўлинмаси, у корпоратив қимматли қоғозлар савдосини ташкиллаштиради ҳамда Республика валюта биржасининг фонд бўлими, у давлат қиска муддатли облигацияларининг савдоси бўйича ихтисослашган.

Ўзбекистондаги акциялар биржа бозорининг ўзига хос хусусияти шундан иборатки, унинг катта қисми давлат корхоналарини хусусийлаштириш натижасида барпо этилган, акциядорлик жамиятларининг қимматли қоғозларини бирламчи сотиш бўйича тузилган битимлари ташкил этади.

Мамлакатимиз фонд бозорининг «Тошкент» РФБ уюшган биржа айланмаси йилдан-йилга ўсиб бориш тенденциясига эга (6.1-жадвал).

6.1-жадвал

«ТОШКЕНТ» РЕСПУБЛИКА ФОНД БИРЖАСИ САВДО АЙЛАНМАСИ,[1]

МЛРД.СЎМ

Йиллар	«Тошкент» Республика фонд биржаси савдо айланмаси
2012	170,7
2013	93,2
2014	97,6
2015	161
2016	299,8
2017	298,6
2018	687,3
2019	438,8

6.1-жадвалдаги маълумотлардан кўриш мумкинки, 2012 йилда фонд биржасида савдо айланмаси 170,1 млрд. сўмни ташкил этган бўлса, 2019 йилга келиб у 2,5 баробарга, яъни 268,1 млрд. сўмгача кескин ўсиб кетган. Бунга сабаб, бирламчи бозор айланмаси 58,8 млрд. сўмни ташкил этгани ҳолда 2019 йилга нисбатан 45,8 фоизга кам қимматли қоғозларни бирламчи жойлаштирганлигидир. Бирламчи бозор айланмасининг пасайишига асосий сабаб эса, тижорат банкларининг фонд бозорида фаол иштирок этмаганлигидир.

Бунга асосий сабаб, тижорат банклари қимматли қоғозларни эмиссия қилиш қарори акцияларнинг 90 фоизи ёпиқ обуна шаклида амалга оширилганлигидир. Биржа савдо айланмасининг кескин ортиб кетишига сабаб, «Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида» ПҚ-2454-сонли Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 21 декабрдаги қарорига асосан корхоналарнинг устав капиталидаги давлат улуши бўлган корхоналарнинг акциялари хорижий инвесторларга сотиш ва хорижий инвестицияларни жалб этилиши бўлди.

[1] «Тошкент» Республика фонд биржасининг маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланган.

Қимматли қоғозлар бирламчи бозорининг ноль фоизни ташкил этишига асосий сабаб, ягона дастурий таъминот комплекси жорий қилиниши муносабати билан бирламчи бозор депозитарий ва биржадан ташқари «Элсис» савдо ташкилотлари томонидан амалга оширилган. Натижада, акциядорлик жамиятларини эмиссия қилинган акциялари биржадан ташқари фонд биржасида амалга оширила бошланди.

Қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари уюшмаган бозори – бу фонд биржасидан ташқарида қимматли қоғозлар билан савдо қилиш соҳасидир. Биржадан ташқари бозор уюшмаган бозорни ва уюшган бозорнинг бир қисмини ўз ичига олади. Қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари уюшган бозори – бу қимматли қоғоз билан, одатда, ўрта ва кичик компаниялар қимматли қоғозлари савдоларига киришга рухсат этилган махсус компъютер тизимлари доирасида савдо қилишдир. Биржадан ташқари уюшган бозорларга мисол тариқасида NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations – Инвестицион дилерлар миллий ассоциациясининг автоматик котировкаси тизими) Инвестицион дилерлар миллий ассоциацияси тизимини (АҚШ), SESDAQ (Singapore Stock Exchange Dealing and Automated Quotation Sistem) Сингапур фонд биржаси қошидаги автоматик котировка ва дилинг, «XETRA» Англия–Германия тизимларини келтириш мумкин.

Ўзбекистонда қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари уюшган бозори 1998 йил 1 июнда амалга киритилган «Элсис-Савдо» – биржадан ташқари электрон тизими орқали амалга оширилади. «Элсис-Савдо» – биржадан ташқари савдолар электрон тизими қимматли қоғозларни харид қилиш ва сотиш учун тушган буюртмаларни жамлаш ҳамда бажариш тамойилига асосланиб фаолият юритади. Савдоларда у ёки бу эмитентнинг акцияларига қимматли қоғозлар билан тузиладиган энг катта ҳажмдаги битимларни таъминловчи ягона нарх белгиланади. Бундан шу нарса келиб чиқадики, акцияларнинг харид ва сотиш нархлари битта савдо битими давомида барча харидорлар учун тенг бўлади. Биржадан ташқари савдоларнинг электрон тизими Ўзбекистоннинг ҳар қандай фуқаросига фонд бозорида брокерни четлаб ўтган ҳолда, мустақил ишлаш имконини беради. Бундай тизимларнинг компьютер савдо

мажмуалари топширган кўрсаткичлар (миқдор, нарх, етказиб бериш шартлари ва б.)га мувофиқ мавқени қидиришнинг автоматик усуллари асосида ишлайди.

Миллий банк билан «Элсис-Савдо» ўртасида ўзаро ҳамжиҳатлик тўғрисида тузилган шартнома асосида янги дастурий маҳсулотлардан фойдаланиб ишловчи буюртмалар қабул қилиш пунктлари (БҚП) тармоғини ташкил этиш ишлари бошланган.

Банкларнинг бўлимлари ва филиаллари ҳузурида ташкил этилаётган БҚПларнинг асосий вазифаларидан бири мижозлардан қимматли қоғозлар сотиб олиш ёки сотиш учун буюртманомалар қабул қилишдан иборатдир. БҚПларда қўлланилаётган дастурий таъминот буюртманомаларни реал вақт режимида топшириш имконини беради. Жўнатилган буюртманомалар, белгиланган тартибда зарур процедуралар бажарилганидан кейин, биржадан ташқари савдолар электрон тизимида қатнашади. Агар буюртманома қондирилган бўлса, у ҳолда мижоз ўзи буюртманома берган БҚПдан шу битимга тегишли барча ҳужжатларни ва ахборотни олиши мумкин.

Мижозлар қимматли қоғозлар олди-сотдисини ташкил этиш борасида БҚПлар кўрсатадиган хизматлардан фойдаланиш билан бир қаторда қимматли қоғозларни харид қилиш ва сотиш учун берилган буюртманомалар рўйхати (листинг) тўғрисида ахборот олишлари, «Элсис-Савдо» ҳамда ҳисоб-китоб-клиринг палатасининг иш тартиби ва БҚП тўғрисидаги низом билан танишишлари мумкин.

Банк бўлимларида очилаётган БҚПлар орқали қимматли қоғозлар харид қилиш ва сотишни ташкил этишнинг ўзига хос хусусияти шундан иборатки, бу ерда олди-сотдини ташкил қилиш қулайлигидан ташқари, маблағ эгаси депозит, қимматли қоғозларга қўйилмалар бўйича хизматлар каби ва бошқа таклиф этилаётган банк маҳсулотлари орасидан ўзи учун энг манфаатлисини танлаш, шунингдек, шу жойнинг ўзида ўз жамғармаларини бошқа банк маҳсулотига ўтказиш имкониятига эга бўлади.

БҚПларнинг мижозлар билан муносабатлари шартномавий асосда олиб борилади. БҚПларда мижозлар учун рўйхатга олиш карточкаси тўлдирилади. Депозитарийда мижозлар учун «депо» ҳисобварақларини очиш ҳамда «депо» ҳисобварағидан кўчирма тақдим этиш мажбурийдир. Бундан ташқари, юридик шахслардан улар давлат рўйхатидан ўтгани тўғрисидаги гувоҳномани, ваколат-

ли шахсга берилган ишончномани, имзолар намуналари қўйилган карточка ҳамда биринчи ва иккинчи шахсни тайинлаш тўғрисидаги буйруқни тақдим этиш талаб қилинади. Жисмоний шахслар паспорт нусхасини топшириш ҳамда банкда ҳисоб-китоб варағи очиши лозим. Расмийлаштириладиган ҳужжатларнинг бундай тўпламига доир талаб фақат БҚПга биринчи марта мурожаат қилаётган мижозларга тегишлидир. Кейинчалик ҳар сафар мурожаат қилганда қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотиш учун буюртманоманинг ўзини бериш кифоядир. Шунингдек, биржадан ташқари уюшган бозорлар, ўзларининг қимматли қоғозларни савдога киритилишига рухсат бериш, иштирокчиларни танлаб олиш мезонлари ва савдо-сотиқнинг алоҳида қоидаларига эга.

Биржадан ташқари уюшган бозорлар 70-йилларнинг бошида пайдо бўлиб, жадал ривожланди ва ҳозирга келиб, фонд биржалари билан жиддий рақобатлашмоқда. Қатор мамлакатларда бундай бозорларнинг айланмаси фонд биржалари айланмасидан анча юқори. 80-йилларда бозор иқтисодиётига эга бўлган деярли барча мамлакатларда қимматли қоғозлар бозори фаолият ривожланган. Фонд биржаларида сифатли қимматли қоғозлар, биржадан ташқари қимматли қоғозлар бозорида сифатсизроқ қимматли қоғозлар айланмасини ўзида мужассамлантирган. Ушбу бозорлар фонд биржалари савдосининг тартибга солинган биржадан ташқари тизимларининг ўсиб борувчи таъсирига бўлган муносабати сифатида биржа ва уюшган биржадан ташқари бозорлар ўртасидаги рақобат натижасида вужудга келди. Улар «иккинчи», «учинчи» бозорлар (Англия, Франция, Италия, Германия), «фонд биржаларининг иккинчи секцияси» (Япония) ва бошқалар кўринишида фаолият кўрсатмоқда. Шу тариқа, фонд биржалари «мижозларни» йўқотмаслик ва ўз фаолиятини кенгайтиришга интилиб, ўрта ва кичик корхоналарнинг қимматли қоғозлари билан савдо қилишни бошлаган ҳолда, биржа қошида қимматли қоғозлар сифатига кам талаб қўйиладиган савдо тизимини барпо этади.

Ўзбекистонда, масалан, қимматли қоғозларнинг биржа қошидаги бозори «Тошкент» РФБда қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга ошириш қоидаларига мувофиқ листингга кириш арафасида турган ва листингга киритилмаган компанияларнинг қимматли қоғозлари секциялари, шунингдек,

хусусийлаштирилаётган корхоналар акциялари секциясининг мавжудлиги билан тақдим этилган. «Тошкент» РФБда листинг тадбири компанияларни танлаб олишнинг қатъий мезонларини назарда тутганлиги ҳамда листинглар сафига бор-йўғи бир неча акциядорлик жамиятлари кирганлиги боис, «Тошкент» РФБнинг савдо залида тузиладиган битимларнинг катта қисмини биржа қошидаги бозорга тегишли дейиш мумкин.

Назорат учун саволлар

1. *Молия бозорининг савдо тизимлари ва уларнинг аҳамияти нималардан иборат?*
2. *Молия бозорида электрон савдо тизимини тушунтириб беринг.*
3. *Фонд бозорларида савдо тизимини ташкил этиш босқичлари нималардан иборат ?*
4. *Тошкент фонд биржасидаги қимматли қоғозлар савдо тизимини тушунтириб беринг.*
5. *Биржадан ташқари уюшган бозор фаолиятини ёритиб беринг.*
6. *Элсис-савдо тизими фаолиятини тушунтиб беринг.*
7. *«Тошкент» РФБнинг листинг комиссияни функциялари нималардан иборат?*
8. *«Тошкент» РФБнинг листинг талабларини гапириб беринг.*
9. *«Тошкент» РФБнинг истиқболни ривожлантириш бўлимининг асосий вазифалари нималардан иборат?*
10. *«Тошкент» РФБнинг индекси ҳақида гапириб беринг.*

7-БОБ

РИСКЛАР ВА ИНВЕСТИЦИОН ПОРТФЕЛЛАРНИ БОШҚАРИШ АСОСЛАРИ

7.1. Молия бозори рисклари, уларни баҳолаш ва бошқариш

Молия бозоридаги рисклар манбаси ҳар турдаги омиллар ҳисобланиб, уларнинг эҳтимолий тарзда маълум ва номаълум даражадаги таъсири молия бозорига мос равишда рискли жараён, ҳодиса ва ҳаракатларни келтириб чиқаради. Бошқача қилиб айтганда, рисклар ҳар доим омиллар таркибида мавжуд бўлиб, табиатан эҳтимолий характерга эга қонуниятлар асосида тарқалади, уларнинг таъсири остида молия бозори муҳитида ривожланиши шаклланувчи воқеликларга бевосита ёки билвосита ўтади.

Рискларни критериал баҳолашда келажак ҳодисалари тўғрисидаги ахборот катта аҳамиятга эга. Бундай информация ҳар доим ўзида маълум бир ноаниқликни мужассамлаштирадики, у асосан бозор ҳодисалари ва иқтисодиёт субъектларининг хатти-ҳаракатларини олдиндан яққол, аниқ, тўғри ва тўлиқ ифодалаб бўлмайди.

Информацияни аниқлиги ва тўғрилиги унинг тўлиқлик даражаси билан белгиланади.

Информация тўлиқлигининг уч даражасини кўрсатиш мумкин: тўла аниқ, стохастик (бўлиши мумкин стохастик аниқ ва стохастик ноаниқ), тўлиқ бўлмаган даражада.

Детерминатлашган (маълум вақт даврида аниқ) ахборотга меъёрий (норматив) маълумотлар киради, бошқа турдагиларини (олдиндан берилганларини) эса уларнинг манбасидаги унчалик катта бўлмаган (қониқарли даражада) методик хатоликлар эвазига шартли аниқ деб қабул қилиш мумкин.

Стохастик информацияга эҳтимолий тақсимланишли моделларга асосланган ҳисоблашлар тарзда олинадиган маълумотлар киради. Бундай информация бехосдан (эҳтимолий) содир бўладиган ҳодисалар (жараёнлар) билан белгиланади. Ўз навбатида, стохастик информация икки турда бўлиши мумкин: стохастик-аниқ, стохастик-ноаниқ.

Стохастик-аниқ информация – кўрсаткичлар тўғрисидаги информация бўлиб, бу кўрсаткичлар ўтмиш ва келажакда маълум бўлган ўзгариш қонуниятлари (эҳтимолий) билан ифодаланади. Бунда кўрсаткичлар сифатида математик кутилишларнинг объектив тенденциялари ҳисобга олинган ҳолда эҳтимолий содир бўлувчи катталиклар олинади. Кўрсаткичларнинг математик кутилишлардан оғишлари ўтмишдаги тажриба асосида олинган бўлиб, катталикларнинг тақсимланиш функцияларидан аниқланади. Кўрсаткичларнинг режалаштирилган (лойиҳавий) миқдорлари сифатида бундай кўрсаткичларнинг математик кутилишлари миқдорларини (маълум аниқлик даражаси билан) олиш мумкин.

Стохастик-ноаниқ информация – кўрсаткичлар тўғрисидаги информация бўлиб, бу кўрсаткичлар фақат ўтмишда маълум бўлган ўзгариш қонуниятлари (эҳтимолий) билан ифодаланади. Келажакдаги миқдорлари эса, ҳозирда номаълум бўлган омиллар ёки конкрет бўлган ҳали қабул қилинмаган қарорларга боғлиқ бўлади. Бунда кўрсаткичларни миқдорий баҳолаш учун катталиклар ўзгаришининг (қониқарли аниқликда) маълум чегаралари доирасида эҳтимолий вариантлар таҳлил қилинади.

Тўлиқ бўлмаган даражадаги ахборотда кўрсаткич миқдорлари гипотеза асосида эксперт усули ёрдамида маълум бир диапазонда кўп ёки кам эҳтимолда намоён бўлиши мумкин бўлган ҳодисалар тўплами (қониқарли аниқликда) кўринишида аниқланади.

Молия бозори қатнашчиси учун молиявий инструмент бўйича кўпинча ноаниқ бўладиган қуйидаги информациялар аҳамиятга эга:

- молиявий инструментни иқтисодий-ҳуқуқий таъминланганлиги асосида базисига эквивалентлилиги даражаси;
- ликвидлилиги;
- харажатлар;
- рисксизлилик ва натижавийлилик даражаси.

Умуман олганда, информациянинг ноаниқлиги мос равишда рискни келтириб чиқаради.

Рискларни вақт омили бўйича ретроспектив (ўтмишдаги тарихий), жорий вақтдаги ва келажакда содир бўладиган рискларга ажратиш мумкин. Ретроспектив рискларни баҳолаш жорий вақтдаги ва келажакдаги рискларни аниқроқ прогноз қилишга ёрдам беради.

Рискларни бошқарилиши бўйича уларни ташқи ва ички бошқаришга ажратиш мумкин. Рискларни ташқи омилларини назорат қилиш ичкисидан мушкулроқ ҳисобланади.

Содир бўлиш омиллари бўйича рисклар табиий (абиоген, биоген), антропоген (техноген, биоген), иқтисодий ва сиёсий бўлиши мумкин.

Сиёсий рисклар – сиёсий ҳолатни ўзгарувчанлиги билан белгиланадиган рисклар.

Иқтисодий (тижорат) рисклар – иқтисодиётдаги нохуш ўзгаришлар билан белгиланадиган рисклар.

Ўз навбатида сиёсий ва иқтисодий рисклар ички ва ташқи бўлиши мумкин.

Қамрови бўйича рисклар қуйидаги турларга ажралади:

- халқаро доирада;
- мамлакат доирасида;
- ҳудудий доирада;
- тармоқ ичида;
- корхона рисклари.

Ўтган асрнинг 50-йилларига қадар халқаро фонд бозорларида маълум бўлган муайян рисклар тажрибали менежерлар томонидан сифатли баҳоланиб, рискларни баҳолашнинг умумлашган классификациясидан фойдаланилган ҳолда улар консерватив, арзон, ўсаётган, даромадли ва спекулятивли, деб номланган. Замонавий портфель назарияси фонд бозори активларини, яъни қимматли қоғозларни баҳолаш ва чуқур таҳлил этишга асосланган бўлиб, таҳлиллар турли хил самарали моделлардан фойдаланилган ҳолда миқдор жиҳатдан ҳам амалга оширилади. Бунда асосий эътибор қимматли қоғозлар портфели таркибини аниқлашда портфель риски ва даромадлилик нисбатларининг боғлиқлигига қаратилади.

Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, молия бозорида риск ва кутилаётган даромад ўртасидаги боғлиқлик масалалари бир қатор хорижлик иқтисодчи олимлар томонидан муайян даражада ўрганилган. Жумладан, Гарри Марковиц[1] томонидан 1952 йилда «Молия журнали»да чоп этилган «Портфелни танлаш» (Portfolio Selection) мавзусидаги мақоласида қимматли қоғозлар портфелидаги риск ва кутилаётган даромад ўртасидаги боғлиқликни ўрганиб, портфелни шакллантириш тамойилларини изоҳлаб берди.

[1] *Harry Markowitz* (1952). Portfolio Selection // The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91.

Хусусан, Г.Марковиц ўз назариясида акцияларнинг кутилаётган даромади ва алоҳида акцияларга бўлган риск, шунингдек, уларнинг ўзаро алоқаси ҳамда портфелни шакллантириш масалаларини кўриб чиқади. Г.Марковиц назариясидан олдин эса, инвесторлар инвестициялар портфелини алоҳида тарзда фойда келтирувчи молиявий инструмент сифатида кўришган, аммо улар инвестиция билан фойда келтирувчи акциялар ўртасидаги муносабатга эътибор қаратишмаган.

Таъкидлаш жоизки, Г.Марковиц моделидаги эҳтимолга асосан, қимматли қоғозлар портфелини фақат диверсификация қилиш орқали портфель даромадини ошириш, рискли қимматли қоғозлардан қочиб, қимматли қоғозларнинг ўртача даромад келтирувчи ва дисперсияси ҳисоблаб чиқилган. Натижада, ушбу кашфиётдан сўнг, инвесторлар самарали портфелининг ўртача дисперсиясига эътибор қаратишадиган бўлишди. Биринчидан, портфель даромадининг минимал дисперсияси ундан кутилаётган даромад даражасининг юқори эҳтимоллигини ифодалайди, иккинчидан, максимал кутилаётган даромад аниқ дисперсияни англатади, деган хулосага келган. Шунинг учун ҳам Г.Марковицнинг ёндашуви доим ўртача дисперсия модели (mean-variance model), деб номланиб, ушбу ёндашув инвесторлар учун самарали эканлиги эътироф этилган. Чунки, инвесторларнинг танлаган қимматли қоғозлари портфели рисксиз ва максимал фойда нуқтасининг самарали чегараси чизиғида тасвирланади.

Назарияга кўра, оқилона портфелнинг самарали чегараси – бу аниқланган риск даражасида максимал кутилаётган даромадни аниқлаш имкониятини кўрсатиб беради. Ўз навбатида, Г.Марковиц портфелнинг самарали чегараси замонавий портфель назариясининг воситаси бўлиб, инвесторларнинг активларидаги риск даражасини ҳисобга олган ҳолда, ушбу активлар портфелидан кутилаётган даромаднинг максимал бўлишини таъкидлайди. Шу билан бирга, Г. Марковиц фикрига кўра, самарали чегарадаги ҳар бир нуқта учун мавжуд бўлган барча инвестициялар ичида битта портфель мавжуд бўлади. Ушбу портфель, кутилаётган риск ва даромаднинг мос келишини таъминлайди.

Назарияга кўра, фақат инвестицион риск ва унинг даромади кузатилмайди балки, умумий портфель риски ва ундан кутилаётган даромад инвестицияга таъсири баҳоланади. Шунинг

учун ҳам, инвесторлар аниқ бир даврда инвестиция портфелини танлаб, кутилаётган ўртача даромадга ва унинг дисперсиясига асосий эътиборни қаратиб, t даврдаги стохастик даромадни (аксиляратор) $t-1$ даврига нисбатан портфелни танлайди. Замонавий портфель назарияси шуни кўрсатадики, инвесторлар портфелни шакллантираётганда турли хил активларга жойлаштириш ва рискни диверсификациялаш орқали пасайтирган ҳолда максимал фойда олишга интиладилар.

Г. Марковиц усули портфелнинг оқилоналигини танлаш имкониятини бермайди, балки портфелларнинг самарали эканлигини аниқлайди. Бу эса, ҳар бир портфель бўйича маълум рисклар даражасини аниқлаш орқали кутилаётган даромаднинг ортишини таъминлайди.

Г.Марковицнинг фикрича, 100 та қимматли қоғозларнинг таҳлили 100 та турли ҳолат бўйича кутилаётган ва даромад келтирадиган юқори аҳамият касб этадиган ҳисоблашни 100 та қимматли қоғозлар дисперсияси эса, тахминан 500 та ковариациядан иборат бўлади. Орадан ўн икки йил ўтиб, 1964 йилда хорижий иқтисодчи олимлардан Уильям Шарп[1], 1965 йилда Ж.Линтер[2] ва 1966 йилда Ян Мосинлар[3] активларни баҳолаш назариясининг кенгайишига ўз ҳиссаларини қўшдилар.

Хусусан, Уильям Шарп Г.Марковиц усулига ўзгартириш киритиб, ягона индекс усулидан фойдаланган ҳолда, акциянинг даромади ва умумий бозор индексини солиштириш орқали корреляцион таҳлилни амалга оширган. Мазкур таҳлиллар орқали портфелнинг самарадорлигини топиш бир мунча осонлаштирилди. Уильям Шарп охирги ўн йилларда бир неча иқтисодчилар рискни инобатга олган ҳолда активларни танлашни норматив моделларидан фойдаланиб, уларни ривожлантирганликларини таъкидлайди.[4] Унинг назарияси хорижлик иқтисодчи олимлардан Фон Нейман ва Моргенштернлар томонидан қўллаб-қувватланиб, улар

[1] *Sharpe, W. F.* (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, Vol.19, No.3, pp. 425–442.

[2] *Lintner, J.* (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. The Review of Economics and Statistic, Vol.47, No.1, pp.13-37.

[3] *Mossin.J* (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market, Vol.34, No 4, pp.768-783

[4] *Sharpe, W. F.* (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, Vol.19, No.3, pp. 425–442.

кутилаётган даромадни максимал даражасига етказиб, портфелни танлаш муаммоси ечимини берганлар.

Уильям Шарп Г.Марковиц назариясини янада такомиллаштириб, инвесторларнинг истиқболлари ва уларнинг активларини бир хил тақсимотини $t-1$ дан t давр оралиғида танлаган ҳолда, ҳамма инвесторларнинг рисксиз ставкада қарз олиши ёки қарз беришини кўрсатиб берди, яъни бир томондан акцияларни олди-сотди шартномаси тўлиқлигича тугаганлиги, яъни $t-1$ дан t даврга қадар акцияларнинг бозор қийматида келишилганлиги, бошқа томондан эса, рисксиз ставкада активларни қарзга олиш ёки қарзга бериш ҳамма инвесторлар учун бир хил бўлиши ва бу қарзга олиш ёки қарзга бериш миқдорига боғлиқ бўлмайди.

У.Шарп риск ҳолатида якка инвесторнинг хулқ-атвори билан боғлиқ бўлган модель орқали ҳар қандай инвестиция натижасини эҳтимоллик муддати билан боғлаб, инвестицияларнинг баҳоланишида асосан иккита кўрсаткичга эътиборни қаратади. Булар – кутилаётган даромад ва стандарт четланишидир. Ушбу кўрсаткичларни қуйидаги фукционал формула билан ифодалайди:

$$U=f(E_w, \sigma_w) \qquad (7.1)$$

Бу ерда: E_w – кутилаётган келажакдаги даромад

σ_w – кутилаётган стандарт четланиш, яъни E_w ҳақиқий даромадининг келажакдаги тафовути.

Унинг фикрича, бошқа ҳамма ҳолатлар тенг бўлганида ($dU/d>0$) инвесторлар камроқ кутилаётган даромадга қараганда юқорироқ кутилаётган даромадни афзал кўрадилар. Бундан ташқари, улар инвестиция портфелини танлаётганларида ($dU/\sigma_w > 0$) рискнинг олдини олиш учун E_w нинг даражасини бирдан каттароқ, σ_w нинг қийматини эса, бирдан пастроқ деб, эътибор қаратишади. Мазкур назарияга мувофиқ бефарқлик эгри чизиғида жойлашган E_w ва σ_w боғлиқлиги ўсиб борувчи функциясини намоён этади. У.Шарп фикрича, инвестор ўзининг жами сармоясини бошланғич давр, яъни W_1 да амалга оширишга қарор қилса, W_t сармоясининг якуний даврини кўрсатади. R эса, инвестиция даромади даражасини ифодалайди. Буни қуйидаги формулада кўришимиз мумкин:

$$R=\frac{W_t-W_1}{W_1} \qquad (7.2)$$

Агар фомулани тенглама шаклига ўтказсак, у қуйидаги кўринишга эга бўлади:

$$W_t = RW_1 + W_1 \qquad (7.3)$$

Ушбу алоқадорлик R даврдаги инвесторнинг даромадини ифодалайди, чунки охирги сармоя даромад даражасига тўғридан-тўғри алоқадорликда бўлиб, у қуйидаги математик кўринишга эга бўлади:

$$U = g(E_R, \sigma_R) \qquad (7.4)$$

Ўз ўрнида Уильям Шарп ушбу функцияни инвесторнинг афзаллик функцияси (investor's preference function), деб атайди.

Фонд бозори активларига оид илмий тадқиқот олиб борган хорижлик иқтисодчи олимлардан бири Джон Линтернинг илмий изланишларидаги асосий эътибор, активларни баҳолашнинг иккита муҳим муаммосини ҳал қилишга қаратилган. Биринчиси, бу рискга мойил бўлмаган инвесторлар томонидан қимматли қоғозлардан ташкил топган портфелнинг энг оқилонасини танлаш муаммоси бўлиб, унга кўра, қимматли қоғозлардан келадиган даромадлар ва рисксиз қимматли қоғозлардан олинадиган даромадларни инобатга олган ҳолда, инвестицияларнинг муқобил варианти ишлаб чиқилган. Унинг фикрига кўра, инвесторлар хоҳлаган вақтда портфелдаги қимматли қоғозларни қисқа муддатда сота оладилар.

Иккинчиси, агар инвесторлар қисқа муддатда қимматли қоғозларни сота олса, портфель рискини математик тенгламани ечиш йўли билан аниқлаш мумкин, лекин ковариация нолга тенг бўлса, энг яхши вариант қимматли қоғозларни қисқа муддатда сотишга рухсат бермаслик ҳисобланади. Агар ковариация нолга тенг бўлиб, қимматли қоғозлар қисқа муддатда сотилмаса, бундай ҳолатда бир марталик инвестицион қарорлар талаб қилинади, аммо бу етарли бўлмайди.

Шу билан бирга, Уильям Шарп ва Джон Линтерлар молиявий активларни баҳолаш жараёнида қуйидаги хусусиятларни ҳам эътиборга олиш лозимлигини кўрсатиб бердилар:

1) Ҳамма инвесторларнинг самарали чегараси бўлиб, уларнинг инвестиция даромади максимал даражага кўтарилган нуқтаси ҳисобланади. Яъни, инвесторлар режалаштирилган давр охирида

инвестиция ҳажми ўсишини максимал даражада оширишга ҳаракат қилишади. Бундай натижага мукобил инвестиция портфелларининг кутилган даромади ва ўртача квадрат четланиш орқали эришилади.

2) Инвесторлар рисксиз фоиз ставкаларда ҳар қандай миқдорда маблағга эга бўлган активларни сотиб олиши ёки сотиши мумкин.

3) Барча инвесторлар бир хил натижани кўзлайди ва келажакда кутилаётган даромад меъёри тақсимоти бир хил бўлишини исташади.

4) Барча инвесторлар бир хил даврда инвестицияларини амалга оширадилар.

5) Инвестор ўзига тегишли бўлган акцияларнинг улушини сотиши ва сотиб олиши ёки қимматли қоғозлар портфелида акцияларнинг улушини бошқариши ҳам мумкин.

6) Активларни сотиш ва сотиб олишда солиқ ва транзакцион харажатлар мавжуд эмас.

7) Инфляция ёки фоиз ставкалари ўзгаришсиз бўлади.

8) Капитал бозоридаги мувозанатда барча инвестицияларнинг қиймати жуда юқори бўлади. Инвесторлар нархларнинг ўзгаришига таъсир қила олмайдилар.

Э.Фама фонд бозори активларини баҳолаш моделида «агар активлар бозори шаффоф бўлса, бозор портфели M да минимум дисперсия чегарасида бўлади», деган илмий хулосани илгари суради.[1] Математик изоҳи шуни англатадики, бозордаги портфель барқарорлигини ушлаб туриш учун портфелнинг минимум дисперсиясини ушлаб туриш лозим бўлади. Хусусан, бозор потфелида N та рискли активлар бўлса, буни қуйидаги математик кўришда изоҳлаш мумкин:

$$E(R_i) = E(R_{ZM}) + [(E)R_M - E(R_{ZM})]\, B_{iM},\ i = 1,\ldots\ldots,\ N. \qquad (7.5)$$

Ушбу тенгламада $E(R_i)$ i даги активлардан кутилаётган даромад, B_{iM} эса i активларнинг бозор бетаси (β) бўлиб, бу активларнинг қайтими билан бозор индекси қайтими ковариациясини бозор индекси қайтими дисперсиясига нисбатини англатади. Буни қуйидаги формулада кўришимиз мумкин:

[1] *Fama, E. F., & French, K. R.* (2004). The Capital Asset Pricing Model: theory and evidence //Journal of Economic Perspectives, Vol. 8, No.3, pp.25–46.

$$\text{Бозор бетаси } (\beta)\ B_{iM}=\frac{COV(R_i,\ R_M)}{\sigma^2(R_M)} \qquad (7.6)$$

7.6- формуланинг ўнг томонидаги шартли минимум дисперсияси активлардан кутилаётган даромаднинг бозор бетаси (β) нолга тенг бўлиб, бу эса, акциялар қайтими билан бозор индекси қайтими ўртасида корреляция мавжуд эмас, деган хулосани келтириб чиқаради. Тенгламадаги шартли минимум дисперсияси кўрсаткичдан кейин $[(E)R_M - E(R_{ZM})]\ B_{iM}$ риск учун мукофот i, B_{iM} активларнинг ҳар бир бозор бетаси (β) учун бир марталик мукофотидир. Агар ушбу формулага рисксиз қарз олиш ва қарз бериш киритилса, R_f рисксиз фоиз ставкасидаги активлар $E(R_{ZM})$ га тенг бўлади. Натижада Шарп-Линтер томонидан молиявий активларни баҳолаш моделининг тенгламаси яратилади:

$$E(R_i) = R_f + [(E\ (R_M) - R_f)]\ \beta_{i,M},\quad i = 1,\ldots\ldots,\ N. \qquad (7.7)$$

Бу ерда: $E(R_i)$ – активлардан кутилаётган даромадни, R_f рисксиз фоизли даромад (одатда давлат қимматли қоғозлари бўйича тўланадиган фоизли даромад)ни, $\beta_{i,M}$ эса, активларнинг бозордаги даромадлилигининг ўзгаришига таъсирчанлик коэффициентини, яъни бозор даромади билан активларнинг даромади ковариацияси ва бозор даромадининг дисперцияси алоқасини изоҳлайди. $(E(R_M) - R_f)$ эса, бозордаги рискли активларга пул сарфлаб риск эвазига мукофот олишни ифодалайди.

Фикримизча, қимматли қоғозларни қарзга олиш ва қарзга бериш имкониятлари чизиғининг қуйидаги хусусиятлари мавжуд:

1) Имкониятга эга бўлиш нуқтаси r га тенг. Шундан келиб чиққан ҳолда, агар инвестор портфелнинг рискини нолга тенг бўлишини хоҳласа (σ_p=0), портфелнинг даромади r га тенг бўлади. Бу эса, 100 фоиз рисксиз активларга инвестиция қилинганлигини кўрсатади.

2) Имкониятлар чизиғининг тангенс бурчаги $(E\ (R_A) - r) / \sigma_A$ га тенг, A портфелнинг $E\ (R_A)$ ўртача кутилаётган даромадини ва σ_A эса, стандарт четланиши (риск)га нисбатини англатади. Аниқроқ айтганда, кутилаётган даромад юқорироқ бўлса ёки портфелнинг стандарт четланиши камроқ бўлса, тангенс бурчаги тик ҳолатда бўлади.

3) Агар инвесторларнинг риск даражасига тенг бўлса ($\sigma_P = \sigma_A$), у ҳолда:

$$E(R_p) = r + \frac{[E(R_A) - r]}{\sigma_A}\sigma_p \quad (7,8)$$

тенглама $E(R_p) = E(R_A)$ га тенг бўлади.

Кўпчилик иқтисодчи олимлар фонд бозори активларини баҳолаш моделини капитал бозор чизиғи ва қимматли қоғозлар чизиғи билан ифодалайди. Мазкур икки чизиқ ҳам турли хилдаги формула билан кўрсатилади. Жумладан, капитал бозор чизиғи (Capital market line) қуйидаги формула билан ифодаланади:

$$E(R_p) = r + \frac{[E(R_A) - r]}{\sigma_M}\sigma_p \quad (7.9)$$

қимматли қоғозлар чизиғи (Security market line) эса, қуйидаги формула билан ифодаланади.

$$E(R_i) = r + [(E(R_M) - r)]\,\beta_i \quad (7.10)$$

Молия бозорида бета (β) қимматли қоғозлар акциялари рискининг ягона мос келадиган чегараси ҳисобланади. Бета (β) коэффициент регрессион таҳлилдан келиб чиқиб ҳисобланади ва у бозорнинг тебранишини аниқ кўрсатадиган кўрсаткич бўлиб, 0 дан 2 гача ораликда бўлади (7.1-жадвал).

7.1-жадвал

БЕТА (β) КОЭФФИЦИЕНТИНИНГ ИЗОҲИ[1]

Бета (β)	Бетанинг тавсифи
$\beta > 2.0$	Қимматли қоғозларнинг бозордаги рисклилиги бозор рискидан икки маротаба катта
$\beta = 1.0$	Қимматли қоғозлар бозордаги рисклилиги бозор рискига тенг
$\beta < 0.5$	Қимматли қоғозлар бозорининг рисклилиги бозор рискидан икки маротаба кам
$\beta = 0$	Қимматли қоғознинг рисклилиги бозор рискига боғлиқ эмас

Иқтисодий адабиётларда молия бозорини рискини баҳолашда икки асосий қисмга бўлиб ўрганилади. Жумладан, биринчиси – *тизимли риск*, иккинчиси – *тизимсиз риск*.

Тизимли риск – молия бозорининг қандайдир сегментидаги инқирозли ҳолат билан боғлиқ риск бўлиб, унга инфляцион риск,

[1] *Khurshid. K* (2016). Verifying capital asset pricing model in Greek capital market, International Journal of Economics and Accounting, Vol.7, No.1, pp.55-65/

қонунчилик ҳужжатларининг ўзгариш риски, фоиз ставкалари риски, буқалар ва айиқлар бозоридаги риск, ҳарбий можаролар риски киради.[1] Тизимли рискдаги рисклари эса, баъзи ҳолларда диверсификация қилиб бўлмайдиган риск ҳам дейилади.

Ўз навбатида, *тизимсиз риск* – умумлаштирилган тушунча бўлиб, ўзида молия бозори рискларининг барча турларини мужассамлаштиради. Бу риск молиявий воситаларнинг у ёки бу турларини аниқ шарт-шароитлардан келиб чиқиб, танлаш асосида диверсификацияланишини пасайтириши мумкин.[2]

Халқаро амалиётдан маълумки, молиявий активларни баҳолаш моделида бета (β) коэффициенти тизимли риск ҳисобланади. Молиявий активларни баҳолаш назарияси яратилгандан кейин дунёдаги кўпчилик олимлар уни амалиётга татбиқ қила бошладилар. Жумладан, хорижлик иқтисодчи олимлардан Жан Мосин ўзининг илмий изланишида валюта айирбошланишидаги умумий мувозанатни оддий модель асосида уларнинг рисклилик даражасининг бозор хусусияти сифатида ўрганади. Унга кўра, инвесторлар ўз портфелларининг даромад дисперсиясини ва кутилаётган даромадининг максимал даражасини излашини кўрсатиб берди. Бозор риски учун мукофот назарияси умумий мувозанат валюта бозорида мавжудлигини кўрсатди ва уни бозор чизиғи, деб номлади. Ушбу бозор чизиғида ҳар бир доллардан кутилаётган даромад ва даромаднинг стандарт четланишидаги боғланиши кўрсатиб берилган.[3] У шундай хулосага келдики, валюта курсидан кутилаётган даромад билан унинг бозор риски ўртасида тўғридан-тўғри боғланиш мавжуд.

7.2. Инвестицион портфелларни шакллантириш ва уларнинг турлари

Инвестициялар портфели – маълум бир мақсадли инвестицион сиёсат асосида шакллантирилган молиявий инструментлар тўплами. Портфеллар жамғарма ва капитални жамлаш воситаси сифатида намоён бўлади.

---

[1] *Ш.Ш.Шоҳаъзамий.* Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т.: ТФИ, 2012. 265-б.

[2] Ўша жойда.

[3] *Mossin.J* (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market, Vol.34, No.4, pp. 768–783.

Инвестициялар портфелининг асосий мақсади – инвесторлар маблағини молиявий инструментларга (қимматли қоғозларга) йўналтириш асосида режалаштирилган даромадни паст (юқори) рискларда олиш.

Портфелнинг мазмуни – бир тўпламга жамланган қимматли қоғозлар бўйича инвестор учун қулай ва зарурий инвестицион шароитларни яхшилаш бўлиб, унда бу тўпламдаги қоғозларда инвесторнинг инвестицион сиёсати, мақсад-вазифаси доирасида яратилган шароитлар талабларига жавоб берувчи инвестицион хоссалар шакллантирилади. Бундай хоссаларни алоҳида олинган бир турдаги қимматли қоғоз доирасида таъминлаб бўлмайди, фақат уларни комбинациялаш орқали амалга оширилиши мумкин.

Умуман олганда, портфелни шакллантириш, таҳлил ва мониторинг қилиш ҳамда оптималлаштириш асосида таркибини қайта кўриб чиқиш жараёнини портфелни бошқариш деб тушуниш мумкин.

Инвестициялар портфели шундай инструментки, унинг самарали бошқарилиши асосида инвесторни талаби доирасида қониқарли даромаднинг барқарор миқдори минимал рисклар даражасида таъминланиши мумкин.

Инвестициялар портфели бўйича олинадиган даромадни портфель таркибига кирган маълум даражада рискли молиявий инструментлар тўпламидан шаклланувчи ялпи даромад дейилади. Шу муносабат билан ҳар қандай портфелда даромад ва риск ўртасидаги миқдорий мувофиқли муаммоси вужудга келади. Бу муаммо портфелни самарали бошқариш эвазига ҳал қилинади. Айтиш жоизки, бу муаммони ечиш учун лозим бўлган умумий схемани тез топиш мумкин бўлса-да, лекин уни охиригача тўлиқ ечимига келиш мумкин эмас.

Молиявий инструментларнинг инвестицион сифатига қараб, турли таркибдаги портфелларни шакллантириш мумкин. Портфель бўйича инвесторни қизиқтирган даромад ва инвестор учун қабул қилиниши мумкин бўлган риск ўртасидаги баланс даражасига қараб, портфель турини аниқлаш мумкин.

Портфелли инвесторлар ўз портфелларини шакллантиришда олдиндан эҳтимолий равишда маълум рисклар даражасида режалаштирилган даромад олишни кўзлайдилар. Бунда улар ўз

маблағларини жойлаштириш вақтида қуйидаги ишларни амалга оширадилар:

- инвестициялар портфелини шакллантириш учун керакли инвестицион активларни (объектларни) танлаш;
- ҳар бир молиявий инструментга (қимматли қоғозга) йўналтириладиган пул маблағлари ҳажмини аниқлаш;
- молия бозорини таҳлил қилиш ва портфелни шакллантириш стратегиясини белгилаш.

Портфелни шакллантириш – қимматли қоғозлар бозори ҳолатига холис таъсирчан бўлган активлар гуруҳини танлаш жараёни. Бунда портфель инвесторлар қуйидаги асосий тамойилларга риоя қиладилар:

- қимматли қоғозлар бозорининг ҳозирги (жорий вақтдаги) ҳолатини аниқ белгилашдан қочиб, портфель ҳажмини аниқлашда узоқ муддатли истиқболни кўзлаш;
- активларнинг йирик пакетларини шакллантиришда (портфелга тўплашда) портфелли инвесторнинг фаолиятини қимматли қоғозлар бозорига таъсир кўрсатишини назарда тутиш;
- сиёсий, иқтисодий ва молиявий информацияга эга бўлишлик муваффақиятнинг асосий омили.

Порфелни шакллантириш қуйидаги кетма-кетликлардан иборат:

1. Қуйидагилар таҳлил қилиниб, дастлабки мониторинги ўтказилади:
   - қимматли қоғозлар бозори, унинг сегментлари ва индикаторлари;
   - эмитентларнинг молиявий-иқтисодий кўрсаткичлари;
   - қимматли қоғозларнинг инвестицион сифат кўрсаткичлари.
2. Дастлабки мониторинг (таҳлилий кузатиш) натижалари асосида қўйилган инвестицион мақсадга (масалан, юқори даромад олиш) мос келувчи портфелнинг бошланғич таркиби учун камида акциялар ва облигацияларнинг икки пакетини белгилаб олиш.
3. Режалаштирилган инвестицион маблағларни танлаб олинган пакетларга инвестицион мақсадга эришишни таъминловчи диверсификация тамойили асосида тақсимлаш.

Портфелни турларга таснифлашда муҳим белги қилиб, ундан қайси усул ва қандай манба бўйича даромад олинганлиги ҳисобла-

нади, яъни курс баҳосини ўсиши ёки дивидендлар, фоиз даромадларнинг жорий тўловларига қараб қуйидаги турларга бўлинади.

Ўсувчан портфель курс баҳоси ўсиб борувчи компаниялар акцияларидан шаклланиб, унинг мақсади – дивидендлар олиш билан бирга портфелнинг капитал баҳосининг ўсишидир. Лекин, бунда дивидендлар миқдори кичик миқдорларда бўлади. Портфелга кирувчи акциялар тўплами (пакетлари) курс баҳосини ўсишига қараб, ушбу гуруҳни ташкил қилувчи портфеллар тури билан белгиланади.

Агрессив ўсувчан портфель капитални максимал ўсишига қаратилган бўлиб, унга асосан ёш, тез ўсувчан, юқори рискли, лекин шу билан бирга юқори даромадлар келтирувчи компаниялар акциялари киради.

Консерватив ўсувчан портфель паст рискли бўлиб, ўз таркибини асосан йирик, танилган компаниялар акциялари билан шакллантиради. Бунда акцияларнинг курс баҳоси барқарор суръатлар билан ўсувчан бўлади. Портфель таркиби узоқ муддат давомида барқарор бўлиб, ўзидаги капитални сақлаб қолишга қаратилган.

Ўртача ўсувчан портфель агрессив ва консерватив портфеллар аралашмаси бўлиб, унга узоқ муддатга олинган ишончли молиявий инструментлар билан бирга таркиби тез (даврий) янгиланиб борувчи рискли инструментлар ҳам киради. Бунда ўртача ўсиш ва қониқарли риск даражаси кафолатланади. Портфелнинг ишончлилик даражаси курс баҳоси консерватив ўсувчан инструментлар ҳисобига таъминланади, даромадлилиги эса – курс баҳоси агрессив ўсувчан инструментлар эвазига таъминланади. Бундай турдаги портфеллар амалиётда кенг тарқалган бўлиб, юқори рискка мойил бўлмаган инвесторлар томонидан кўп қўлланилади.

Даромад портфели фоизлар ва дивидендлар кўринишидаги юқори жорий тўловлар олишга қаратилган бўлиб, асосан курс баҳоси камроқ ўсувчан, лекин меъёр даражасида рискли ва юқори даромад тўловли корпоратив қимматли қоғозлардан таркиб топади. Бундай портфелни тузишдан мақсад – консерватив инвестор учун маъқул бўлган минимал риск даражасига мос келувчи маълум бир даромад миқдорини олиш. Шунинг учун бундай портфелларнинг инвестицион объекти бўлиб, юқори ишончли фонд инструментлари (барқарор тўланадиган фоиз даромадлари ва курс баҳосининг баланд нисбати эгалари) ҳисобланади.

Мунтазам даромадли портфель рискнинг минимал даражасида ўртача даромад келтирувчи юқори ишончли инструментлардан таркиб топади.

Даромадли инструментлардан иборат портфель рискнинг ўртача даражасида юқори даромад келтирувчи қимматли қоғозлар ва юқори даромадли корпорациялар облигацияларидан таркиб топади.

Ўсувчан ва даромад портфель фонд инструменларининг курс баҳосини тушиб кетиши ва кичрайиб кетадиган фоиз ва дивиденд тўловлари сабабли фонд бозорида мумкин бўлган йўқотишларни олдини олиш учун шакллантирилади. Портфелга кирган молиявий активларнинг бир қисми инвесторга капитал баҳосини ўсишини, иккинчи қисми эса, даромадни ортишини таъминлайди. Бунда активларнинг бир қисми бўйича йўқотишлар иккинчисини кўтарилиши ҳисобига қопланади.

Иккала манбага йўналган портфель ўз эгасига инвестиция қилган капитали бўйича юқори даромад келтирувчи активлардан таркиб топади. Ушбу ҳолда иккала манбага йўналган инвестиция фондларининг қимматли қоғозлари ҳақида фикр юритилиб, улар ўзларининг икки турдаги акцияларини чиқаради: биринчиси – юқори даромад келтирувчилар, иккинчиси – капитал курс баҳоси ўсишини таъминловчилар. Бундай портфелнинг хусусиятлари ушбу фондлар акцияларини кўп миқдорда таркиб топиши билан белгиланади.

Баланслаштирилган портфель ўзида нафақат даромадларни, балки рискларни ҳам ўзаро баланслаштирилганини назарда тутади. Баланслаштирилган портфеллар маълум пропорцияда курс баҳосининг ўсиши ва юқори даромадли қимматли қоғозлардан таркиб топади. Портфеллар таркибига бозор конъюнктурасига қараб юқори рискли қимматли қоғозлар ҳам киритилади, лекин улар одатда оддий ва имтиёзли акциялар ҳамда облигациялар билан шакллантирилади.

Ликвидлилик портфелнинг инвестицион сифати тариқасида портфелни тез вақтда баҳоси йўқотилмасдан пул маблағларига айлантирилишини англатади. Пул бозори портфели энг ликвид ҳисобланади.

Пул бозори портфели – асосий мақсади капитални тўлиқ сақлаб қолишга йўналтирилган портфеллар тури бўлиб, унинг таркибига кўпроқ пул маблағлари ва тез сотиладиган активлар киради.

Қисқа муддатли фондлар портфеллари ҳам юқори ликвидлилик даражасига эга бўлиб, улар таркибига пул бозорида муомалада бўлувчи қисқа муддатли қимматли қоғозлар киради. Бундай портфеллар қисқа муддатли давлат (жумладан муниципал) қоғозларидан ташкил топган бўлса, унда улар солиқлардан озод қилинган ҳисобланади. Шуниси қизиқки, давлат қисқа муддатли купонсиз қоғозлари портфели «ўсиш портфели» ҳисобланади, чунки улар даромад курс тафовути бўйича ҳосил бўлади.

Инвестиция қилиш мақсадга боғлиқ ҳолда портфеллар таркиби конвертирланувчи қимматли қоғозлардан (конвертирланувчи: облигациялар имтиёзли акциялардан) иборат бўлса, унда бундай портфеллар мос равишда конвертирланувчи портфеллар дейилади. Фаол ҳисобланган «буқалар» бозорида бундай таркиб қўшимча даромад олиш имконини беради. Бундай турдаги портфелларга белгиланган даромадли ўрта ва узоқ муддатли инвестициялар портфеллари ҳам киради.

Портфелга нисбатан риск омили – маълум портфель – инвестицион жараён билан боғлиқ бўлган нетто пул оқимининг ўзгарувчанлиги.

Портфелдаги қимматли қоғозлар баҳосининг ўзгаришига олиб келувчи қуйидаги уч сабабни кўрсатиш мумкин:

1. Эмитентнинг кредит баҳоси ва ундан кутиладиган қайтим нормаси яхшиланади ёки ёмонлашади.

2. Агар бозор параметрлари (кутилаётган қайтим нормаси ва кредит баҳо) ўзгармай қолса, лекин облигациялар бўйича мажбуриятлар ижросининг муддати яқинлашса, унда қимматли қоғозлар (агар уларнинг нархлари рағбат ёки дисконт доирасида бўлса) нархи ўзгариб туради (ўсади ёки камаяди).

3. Кутилаётган қайтим нормаси ўзгаради, бу эса ўзгармас купонли инструментлар нархини корректировка қилишга олиб келади.

7.3. Инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш

Фонд бозорининг тез ўзгарувчанлиги ва турли омилларга таъсирчанлиги сабабли инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш катта аҳамиятга эга. Портфель тузилмасини яхшилаш бўйича ликвидлилик, даромадлилик ва риск даражаси ўртасидаги чегарани топишда оптималлаштириш қўлланилади. Ҳозирда портфелни оптималлаштириш учун турли молиявий активларни баҳолаш

(CAPM) моделлари қўлланилади, масалан, Марковиц, Шарп, Блек-Шоулс, APT ва бошқалар.[1]

Молиявий активларни баҳолаш (CAPM) модели назарияси яратилгандан кейин дунё олимлари томонидан инвестицион портфелни баҳолаш имкониятлари янада ошиб бормоқда. Шунингдек, молиявий активларни баҳолаш моделини (CAPM) қўллаш имкониятларидан келиб чиққан ҳолда, дунё олимлари томонидан молиявий активларни баҳолаш бўйича муқобил моделлар ҳам амалиётга жорий қилина бошланди.

Таъкидлаш жоизки, У.Шарп томонидан яратилган модель молиявий активларни баҳолаш модели назарияси фаразлари асосида яратилгандир.

Бугунги кунда дунё амалиётида кенг қўлланилаётган муқобил молиявий активлар моделлари қуйидагилар ҳисобланади.

1. Анъанавий молиявий активларни баҳолаш модели (Traditional Capital Asset Pricing Model).

2. Молиявий активларни баҳолашнинг нол-бета (β) модели (zerobeta Capital Asset Pricing Model).

3. Молиявий активларни баҳолашнинг ички вақтлараро модели (Intertemporal Capital Asset Pricing Model).

4. Арбитраж баҳолаш модели (Arbitrage Pricing Model).

5. Молиявий активларни баҳолашнинг истеъмолга асосланган модели (Consumption-based capital asset pricing model).

6. Молиявий активларни баҳолашнинг Фама-Френч уч омилли модели (Fama and French three factor Model).

Молиявий активларни баҳолашнинг анъанавий модели бу У.Шарп ва Д.Линтен томонларидан яратилган бўлиб, у қуйидаги кўринишга эга:[2]

$$ER_i = r_f + \beta_i (ER_m - r_f) \qquad (7.11)$$

Мазкур формулада ER_i i портфелдан кутилаётган даромад, ER_m бозор портфелидан кутилаётган даромад (умумий бозор индекси), r_f рисксиз қимматли қоғозлардан кутилаётган даромад (давлат облигациялари, хазина мажбуриятларидан кутилаётган даромад), β_i эса, бета коэффициенти, яъни тизимли рискдир.

[1] *У.Шарп, Г.Александер, Дж.Бэйли.* Инвестиции: Пер.с англ. – М.: «Инфра М», 1999. 1028-б.

[2] Ўша манба.

Агар $\beta_i > 1$ бўлса, тизимли риск ўзгарувчан бўлиб агрессив қимматли қоғоз, $\beta_i < 1$ бўлса, ҳимояланган қимматли қоғоз ҳисобланади. Ушбу моделда рисксиз активлар даромад ставкасида молиявий активларни қарз олиш фарази мавжуд. Лекин, уларда қиска вақт ичида сотиш фарази инобатга олинмаган.

Таъкидлаш жоизки, қисқа вақтда активларни сотишга рухсат этилмаган ҳолда ҳам, молиявий активларни баҳолаш модели (CAPM)га таъсири деярли йўқ. Агар амалиётга назар ташласак, қисқа муддатли активларни сотиш бўйича чекловлар мавжуд эмаслигини кўришимиз мумкин. Жуда кўп миқдордаги рисксиз активларнинг даромади даражасида қарз олиш ёки қарз бериш нотўғри фараз ҳисобланади. Жумладан, ўтган асрнинг 70-йилларига келиб, иқтисодчи олимлар ўртасида тортишувлар юзага келиб, моделга айрим ўзгартиришлар киритилди. Хусусан, 1972 йилда хорижлик иқтисодчи олим Блэк Фишер[1] анаънавий моделни танқидий ўрганиб, унда рисксиз қарз бериш ёки қарзга олиш кўрсаткичи r_f ни аҳамиятсиз эканлигини исботлаши натижасида, ўзининг нол-бета (β) молиявий активларни баҳолаш моделини (zero-beta Capital Asset Pricing Model) яратди. Мазкур моделнинг муҳим хусусияти шундаки, унда рисксиз активлар фоиз даражасида қарз бериш ёки қарзга олиш фарази инкор этилади. Чунки, ҳақиқий ҳаётда инвесторлар чексиз миқдорда рисксиз активларга инвестиция қилади. Лекин, улар шу миқдорда қарз ололмайдилар. Бу шуни англатадики, инвесторлар давлат қимматли қоғозлари (облигация, хазина мажбуриятлари)га чекланмаган миқдорда инвестиция қила оладилар. Бироқ, рисксиз активларнинг миқдорида чексиз қарз олишнинг иложи йўқ.[2]

Шунингдек, хорижлик иқтисодчи олимлардан бири М.Дж.Бреннан ўзининг тадқиқотларида CAPM моделини инвесторлар рисксиз фоиз ставкасида чексиз қарз бериш ва қарзга олиш фаразини ўзгартириш керак, лекин CAPM моделининг мазкур фарази фақатгина турли хил фоиз ставкаларида мавжуд бўлган тақдирдагина бўлади, деган ғояни илгари суради.[3]

---

[1] *Black, F.* (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing. The Journal of Business, Vol. 45, No.3, pp 444-455.

[2] *Sinem. D. K., Burcu A.M.,* (2013). Testing the Validity of Standard and Zero Beta Capital Asset Pricing Model in Istanbul Stock Exchange. International Journal of Business, Humanities and Technology Vol. 3 No. 7, pp. 58–67.

[3] *M. J. Brennan* (1971). Capital Market Equilibrium with Divergent Borrowing and Lending Rates. The Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 6, No. 5, pp. 1197–1205.

Ўз навбатида, Ф.Блек нол-бета (β) молиявий активларни баҳолаш моделини қуйидагича ифодалайди:[1]

$$ER_i = ER_Z + \beta_i (ER_m - ER_Z) \qquad (7.12)$$

Бу ерда, ER_Z нол-бета Z портфелининг кутилаётган даромади бўлиб, Z портфели шу портфелда мавжуд бўлган активларнинг минимум дисперсияси, лекин бунинг бозор индекси билан алоқаси йўқ.

Ушбу моделнинг бозор бетаси (β) тизимли рискини ҳозирги кунда ҳам тўғри баҳолай олади. Мазкур модел шуни кўрсатадики, рисксиз активларсиз модел амалиётга татбиқ этилиши мумкин. Ўз навбатида, Ф.Блэк, М.Дженсен ва М.Скоулз[2] илмий ишларида Нью-Йорк фонд бозори акцияларининг 40 йиллик маълумотлари асосида CAPM моделини синовдан ўтказишиб, ушбу модел бозордаги акцияларни баҳолай олишини асослади. Улар умумий CAPM модели билан бирга нол-бета (β) активларни баҳолаш моделини синовдан ўтказиб, нол-бета активларни баҳолаш модели CAPM моделига нисбатан яхшироқ баҳолай олишни кўрсатишди. Булардан кейин У.Шарп ва Ж.Купер[3] тадқиқотлари натижасида нол-бета (β) активларни баҳолаш модели бозордаги акцияларни баҳолай олишини, Э.Фама ва Ж.Макбет[4]лар эса, илмий ишларида CAPM модели ва нол-бета (β) активларни баҳолаш моделини Нью-Йорк фонд бозоридан синовдан ўтказган ҳолда нол-бета (β) активларни баҳолаш модели CAPM моделига нисбатан бозор активларини яхшироқ баҳолай олишини кўрсатиб беришди.

Ўтган асрнинг 70-йилларга келиб CAPM модели дунёдаги кўпгина иқтисодчи олимлар томонидан ўзларининг фонд бозорларида синаб кўрилганидан сўнг, бозор бетаси (β) кутилаётган даромадни тўлиқлигича ифода эта олмаслиги номоён бўлди. Жумладан, Роберт Мертон CAPM модели бўйича тадқиқот олиб бориб, ушбу моделда-

[1] *Black, F.* (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing. The Journal of Business, Vol. 45, No.3, pp. 444–455.

[2] *Black, F., Jensen, M.C:, Scholes, M.* (1972). The Capital asset pricing model: Some Empirical Tests. Studies in the Theory of Capital Markets, 1972, New York: Praeger, s.79-121.

[3] *Sharpe, W.F. and Cooper, G.M.* (1972). Risk-return classes of New York Stock Exchange common stocks. Financial Analysts Journal Vol. 28, No. 3, pp. 46-81.

[4] *Fama E., MacBeth J.*,(1973) Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests Journal of Political Economy, Vol. 81, No 3, pp. 607-636.

ги барча инвесторлар бир хил даврда инвестицияларни амалга оширади, деган фаразга тўхталиб, бу фараз ҳақиқатга яқин эмаслигини таъкидлади. CAPM модели фаразида инвесторлар портфелларини t даврнинг бошида танлаб, шу портфел ликвидли бўлгунича, яъни t давр охиригача кутадилар. Аниқроқ қилиб айтганда, активларга t давр бошида инвестиция қилади ва шаклланган портфелни t давр охиригача шаклланган портфел ҳажмини ўзгартирмайди. Бизнинг фикримизча, мазкур фараз ҳақиқатдан ҳам амалиётга тўғри келмайди, чунки инвесторлар ўзларининг портфелларини ҳар қандай вақтда мувофиқлаштира оладилар. Шунинг учун, бундай ҳолатда инвестиция имконияти ҳам ўзгариб боради. Натижада CAPM модели кутилаётган даромадни аниқлаб бера олмайди.

Шундан келиб чиқиб, Роберт Мертон[1] ушбу муаммони ҳал қилиш учун вақтлар оралиғидаги молиявий активларни баҳолаш ICAPM (Intertemporal Capital Asset Pricing Model) моделини яратади. Бу модел молия бозори мувозанатга эришиши учун турли вақт оралиғини инобатга олиб активларини баҳолайди. Мазкур моделда бета (β) сони бир қўшилган кўрсаткичлар сонига тенг бўлади ва танланган вақтда инвестиция бошқарилади. ICAPM модели омиллар махсус параметрлар орқали рискни хеджирлайди. Ўз навбатида, Р.Мертон хеджирлаш талабидан келиб чиқиб, кўп омилли регрессион моделга рискдан олинган мукофот ва бозор портфелини ҳам қўшди. ICAPM моделида риск ва кутилаётган даромад функцияси ушбу формула билан ифодаланади:

$$\alpha_i - r = \frac{\sigma_i[p_{iM} - p_{in}p_{iM}]}{\sigma_M[1 - p^2_{nM}]}(\alpha_m - r) + \frac{\sigma_i[p_{in} - p_{im}p_{nM}]}{\sigma_n[1 - p^2_{Mn}]}(\alpha_n - r), \qquad (7.13)$$

$$(i = 1, 2, \ldots n-1).$$

Изоҳланаётган моделда, инвестиция портфелининг ички ўзгариши ва портфел акцияларининг бозордаги қиймат тушишидан пайдо бўладиган рискнинг олдини олишга хизмат қиладики, инвесторнинг жами портфел даромади – бу умумий бозор риски ва портфелнинг рискини хеджерланишини ифодалайди. Агар, модел формуласи кўрсаткичларини P портфелдан кутилаётган даромадга алмаштирсак, у қуйидаги кўриниш ҳосил қилади:

[1] *Robert C. Merton* (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. Econometrica, Vol. 41, No. 5, pp. 867-887.

$$\alpha_p - r_f = \beta_m(\alpha_m - r_f) + \beta_h(\alpha_h - r_f) \qquad (7.14)$$

Бу ерда; α – кутилаётган даромаднинг вектори, r_f – рисксиз даромад даражаси, p, m ва h лар кутилаётган даромаднинг вектори, бозор бетасининг (β) вектори билан инвесторнинг жами портфели боғлиқлиги, фонд бозорининг ҳозирги ҳолати, инвесторларнинг келгусидаги режаси ва портфелни хеджерлашни аниқлайдиган кўрсаткичлардир. Ушбу модел инвесторларни бозорнинг тизимли рискини ва келгусидаги инвестициядан кутилаётган рискли омиллар таҳлилини аниқлаб беради.

Р.Мертондан кейин бир нечта олимлар унинг моделини амалиётга татбиқ қилганлар. Таниқли хорижий иқтисодчи олимлардан бири Ж.Кэмпбелл[1] ICAPM модели бўйича тадқиқот олиб бориб, активларнинг қайтими дисперциясини ва шу активларнинг келгусидаги бозорнинг дисконт қийматлари билан рискдан олинадиган мукофот ўртасида боғлиқлик борлигини аниқлаб берди.

Ўз навбатида, хорижий иқтисодчи олимлардан Фама ва Френч тадқиқотида ICAPM модели портфель самарасини кўп омилли таҳлил орқали ифодалайди. Унинг фикрича, ушбу модел портфель даромади билан бозор рискини аниқлаб бериб, рискнинг олдини олишини кўрсатади. ICAPM модели қуйидаги формула орқали ифодаланади:[2]

$$E(r_p) - r_f = \beta_{iM}[E(r_M) - r_f] + \sum_{s=1}^{s} \beta_{is}[E(r_s) - r_f] \qquad (7.15)$$

Мазкур формула кўп омилларга боғлиқ кутилаётган даромад билан риск ўртасидаги боғланишни кўрсатади. CAPMдан фарқли ўлароқ бу моделда яна битта рискдан олинган мукофот омили қўшилган бўлиб, у $E(r_s)$ орқали ифодаланган. Бу ерда $S = 1,\ldots, S$ бозор портфелига ўхшаш инновацион кўрсаткичнинг ҳолатини кўрсатади. Фаманинг фикрига кўра, ICAPM модели қимматли қоғозлар портфелини яхши диверсификациялаш имкониятига эга.

Маълумки, ўтган асрнинг 70-йилларига келиб, хусусан 1976 йилда Стивен Росс[3] томонидан У.Шарп ва Д.Линтерларнинг молия-

[1] *Campbell, John Y.* 1993. Intertemporal asset pricing without consumption data. American Economic Review Vol.83, No.3, pp. 487–512.

[2] *Eugene F. Fama.* (1996). Multifactor Portfolio Efficiency and Multifactor Asset Pricing. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.31, No.4 pp. 441–465.

[3] *Ross, Stephen A.*, (1976). «The arbitrage theory of capital asset pricing». Journal of Economic Theory Vol.13, No.3, pp. 341-360.

вий активларни баҳолаш моделини янада ривожлантириб, арбитраж молиявий активлар баҳолаш назариясини APT (The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing) яратди. С. Росс ўзининг моделида омиллар гуруҳидан кенг фойдаланиб, кутилаётган даромад ва омиллар гуруҳи риски ўртасидаги боғлиқликни ўрганди, активлардан кутилаётган даромадни фонд бозори билан боғлиқ бўлмаган тизимли рискларнинг таъсирини кўрсатиб берди. Бу моделнинг фаразида бозор билан боғлиқ бўлмаган рисклар ҳам активларни баҳолашда таъсир этувчи омил ҳисобланади. Шунинг учун у омиллар гуруҳини инобатга олиб, макроиқтисодий кўрсаткичларни фонд бозори активларига таъсирини кўриб чиқди. Ўз навбатида, С.Росс фақатгина бозор риски фонд бозорининг активларига таъсир қилмайди, деган хулосага келиб, CAPM моделига ўзгартириш киритди. С.Росснинг APT модели шуни кўрсатадики, қимматли қоғозларнинг ўртача даромади узоқ муддатли бўлганда, бозор риски қимматли қоғозлардан кутилаётган даромадга кам миқдорда таъсир қилишини аниқлади ва у мазкур моделни қуйидаги кўринишда акс эттирди:

$$E(r_i) - r_f = \beta_1(r_{factor1} - r_f) + \beta_2(r_{factor2} - r_f) + \ldots + \beta_n(r_{factor\,n} - r_f) \quad (7.16)$$

С. Росс ушбу модел орқали, омиллар гуруҳини таҳлил қилиб, умумий таъсир этувчи омилларни танлаб олди, улар орқали эса, портфелдан кутилаётган даромадни келгусида қандай бўлишини аниқлаб берди. Бинобарин, С.Росснинг модели амалиётда аввалги моделларга нисбатан ўзининг ижобий жиҳатларини кўрсатди.

Шунингдек, олимлардан Р.Ролл ва С.Росслар[1]нинг илмий ишларида Нью-Йорк фонд бозоридаги ҳар бири 30 та қимматли қоғозлардан иборат 42 та портфелни шакллантириб, уларни APT модели асосида таҳлил қилдилар. Унинг натижасида акциядан кутилаётган даромадга макроиқтисодий омиллар гуруҳи таъсир қилишини исботлаганлар.

Бундан ташқари, Н.Чен[2] APT модели назариясидан фойдаланиб, фонд бозори активларини баҳолашни амалга ошириб, 1963 йилдан 1973 йилгача бўлган давр оралиғидаги кунлик маълумотлардан фойдалиб, APT ва CAPM моделларини таққослама таҳлил

[1] *Richard Roll; Stephen A. Ross* (1980). «An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory». The Journal of Finance, Vol. 35, No. 5, pp. 1073–1103.

[2] *Chen, Nai-Fu.* (1983). «Some Empirical Tests of the Theory of Arbitrage Pricing». The Journal of Finance, Vol. 38, No. 5, pp. 1393-1414.

қилиш орқали фонд бозори активларини баҳолашда APT модели яхши натижа беришлигини таъкидлаган. Н.Чен, Р.Ролл ва С.Росс[1] биргаликда амалга оширган тадқиқотларида, фонд бозоридаги акцияларни баҳолашга бевосита таъсир қилувчи тўртта муҳим омиллар гуруҳини: инфляция даражасининг ўзгариши, саноат ишлаб чиқариши индексининг ўзгариши, корпоратив облигацияларнинг юқори фоизи ва қуйи фоизи ўртасидаги фарқ, узоқ муддатли фоиз ставкаларининг ўзгаришларини таҳлил қилдилар.

Ўз навбатида, Э. Фама[2] APT моделидан фойдаланган ҳолда ўтказиб, АҚШ фонд бозорларида саноат маҳсулотларининг ўсиши акциялардан кутилаётган даромадга 58 фоиз таъсир қилишини, корпоратив облигация, узоқ муддатли давлат облигацияси билан қисқа муддатли давлат облигациялари ўртасидаги фарқнинг ўзгариши ва кредит дефолтининг ўзгаришлари эса 33 фоиз таъсир қилишини аниқлади.

Фикримизча, амалий жиҳатдан олганда, инвестор фонд бозорига тўғридан-тўғри инвестиция қилиши билан қаноатланмайди, балки шу инвестицияни жорий ва келгусидаги хизмат ҳамда товарлар истеъмолидан қаноатланишни хоҳлайди. Чунки, инвестиция портфели келажакда молиявий истеъмолга айланиши мумкин.

Ўтган асрнинг 70-йилларида фонд бозорларининг кенгайиши истеъмол ҳажмига жиддий таъсир қилиб, ҳаттоки акцияларнинг ойлик бозор даромадига ҳам ўз таъсирини кўрсатди. Бу эса, 70-йилларда Рубинштейн Бриден ва Литценбергерлар томонидан ишлаб чиқилган истеъмолга асосланган молиявий активларни баҳолаш модели CCAPM (consumption-based capital asset pricing model)нинг юзага келишига асос бўлди. Улар ўзларининг тадқиқотларида акцияларнинг бозор даромадига истеъмол сарфлари сезиларли даражада таъсир қилишини аниқлади.

Бизнинг фикримизча, CCAPM моделида ҳамма ўзгарувчилар инвестиция имкониятлари чизиғини тўлиқ ифода этади, лекин, ушбу моделни эмпирик таҳлил қилишда кузатиш усулидан фойдаланиш бир оз қийиндир.

---

[1] *Nai-Fu Chen; Richard Roll; Stephen A. Ross* (1986). «Economic Forces and the Stock Market». The Journal of Business, Vol. 59, No. 3, pp. 383-403.

[2] *Eugene F. Fama.*(1990). «Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity». The Journal of Finance, Vol. 45, No. 4, pp. 1089-1108.

Хорижлик олимлардан бири Д.Бриден[1] 1979 йилдаги тадқиқотида портфель даромадига қараганда аҳоли жон бошига истеъмолнинг ўсиши дисперсияси активларни рискдан олинган мукофот билан мутаносиб тарзда боғланишга эга эканлигини аниқлаб, мазкур моделни қўллаш орқали қўшимча долларнинг тўлов қиймати юқори бўлса, истеъмол пасаяди, қўшимча инвестиция қиймати паст бўлса, оқилона истеъмол юқори бўлади, деган хулосани берди. ССАРМ моделининг формуласи қуйидаги кўринишда ифодаланади:

$$ER_i = r_f + \beta_{ic}(ER_m - r_f) \qquad (7.17)$$

Бу ерда ER_i – портфелдан кутилаётган даромад, r_f – рисксиз активлар, β_{ic} – истеъмол бетаси, яъни жами истеъмолнинг ўзгариши активларнинг қайтимига сезиларли даражадаги таъсири, ER_m – фонд бозоридан кутилаётган даромад, $(ER_m - r_f)$ эса, бозор рискининг мукофоти.

Бозордаги даромад ва рискдан олинган фойда инвесторлар истеъмолининг ошиши ва рискни диверсификация қилишга олиб келади. (7.17) формуладан кўриниб турибдики, β_{ic} тизимли риск бўлиб, у келгусидаги истеъмол билан актив қайтимининг дисперцияси орқали бозор рискини аниқлайди. Бета (β) истеъмол коэффициенти эса, қуйидаги формула орқали топилади.

$$\beta_c = \frac{cov(r_a, \text{истеъмол ўсиш})}{cov(r_m, \text{истеъмол ўсиш})} \qquad (7.18)$$

Таъкидлаш жоизки, ССАРМ моделидан фойдаланганда кўпроқ риск инобатга олинади. Агар риск юқори даражаси бўлса, истеъмол паст бўлади ва активларни сотиб олиш даражаси ҳам паст бўлади. Бошқача қилиб айтганда, жамғариш даражаси ўсади. Рискли активлардан кутилаётган даромад юқори бўлса, жорий истеъмол қисқаради. Жорий истеъмол қисқарганлиги сабабли, инвесторнинг жорий фойдаси ҳам мос ҳолда камаяди. Натижада, активлардан кутилаётган даромад ҳам қисқаради, бу эса, келгусидаги даромад истеъмолининг қисқаришига олиб келади. Шундан келиб чиқиб, ўзгарувчи омил ҳолатидаги активларнинг нокулай ўзгариши инвесторнинг келажакдаги истеъмолига таъсир қилади. Шунинг учун

[1] *Breeden, D.* (1979). An Intertemporal Asset Pricing Model with Stochastic Consumption and Investment Opportunities, Journal of Financial Economics, Vol.7, No.3, pp. 265–296.

инвесторлар риск таъсирининг олдини олиш мақсадида риск учун мукофот кўрсаткичини эътиборга олади.

Э.Фама ва К.Френч[1]лар молиявий активларни баҳолаш моделида илмий изланишлар олиб бориб, уч омилли молиявий активларни баҳолаш моделини яратдилар. Улар анъанавий CAPM моделига иккита қўшимча ўзгартириш киритдилар. Биринчиси, ўзгариш ҳажми омили, яъни компаниянинг бозордаги капиталлашуви (Market equity) *ME* бўлса, иккинчиси, *ME* нисбати коэффициенти. *BE* (book equity) – бу акциядорлик капиталининг баланс қиймати, яъни акциядорлик капиталини баланс қийматидан имтиёзли акцияларининг қиймат ўртасидаги фарқига тенгдир. Улар киритган иккита ўзгарувчи молиявий активларни баҳолаш моделининг ривожланишига ва акциялардан кутилаётган даромадни тўғри аниқлашга хизмат қилди. Бу ўзгаришлар қимматли қоғозларнинг асосий рискини ҳисобга олган ҳолда, ундан кутилаётган даромадни аниқ баҳолайди. Бу икки омилларга асосланган ҳолда кичик айирилган катта SMB (small minus big) ва юқори айирилган қуйи HML (high minus low), деб номланган иккита портфелни яратдилар.

Компаниянинг бозордаги капитали бу – компания акцияларининг нархини t йилнинг июнь ойи охирида чиқарилган акциялар сони кўпайтмасига тенглигини эътиборга олиб, BE/ME, унга кўра t–1 йил декабрнинг охиридаги компания активларини баланс қиймати BE, t –1 йил декабрнинг охиридаги компания активларининг бозор қиймати ME сифатидаги икки омилга бўлишди.[2]

Ўз навбатида, Э.Фама ва К.Френчларнинг уч омилли молиявий активларни баҳолаш моделидаги учта $R_m - R_f$, SMB ва HML каби омиллари бўлиб, уларинг фикрига кўра, ушбу омиллар бозордаги тизимли рискни тўғри баҳолай олади. Шу билан бирга, Э.Фама ва К.Френч Нью-Йорк фонд биржаси (NYSE), Америка фонд биржаси (AMEX) ва Насдак (NASDAQ) фонд биржаларидаги молиявий компанияларнинг акцияларини ва баланс активлари салбий бўлган компанияларнинг акцияларини 1963 йил июлдан 1991 йил декабргача бўлган маълумотларни тўплаб, уч омилли модел асосида таҳлил ўтказдилар. Фама ва Френчларнинг уч омилли модели қуйидаги кўринишга эга:

[1] *Fama, E. and French, K.*, (1992), «The cross-section of expected stock returns». Journal of Finance, Vol. 47, No. 2 pp. 427–465.

[2] Ўша манба, pp. 3–56.

$$E(R_i) - R_f = \beta_{im} E(R_m - R_f) + \beta_{iSMN} E(SMN) + \beta_{iHML} E(HLM) \quad (7.19)$$

Бу ерда, $E(R_i)$ – i портфелдан кутилаётган даромад, R_f – рисксиз фоиз кўрсаткичи, $E(R_m - R_f)$ – рискдан мукофот ёки бозордаги ортиқча кутилаётган даромад, $E(SMN)$ – ҳажм омилининг кутилаётган даромади, яъни компаниянинг катта-кичиклигини кўрсатувчи кўрсаткич, $E(HLM)$ – BE/ME омилидан кутилаётган даромад. β_{im}, β_{iSMN} ва β_{iHML}лар эса, учта ўзгарувчининг коэффициентлари ҳисобланади.

Ушбу коэффициентлар динамик қаторларда регрессион таҳлил орқали топилади. Уч омилли молиявий активларни баҳолаш модели тизимли риск ва акциялардан кутилаётган даромад ўртасидаги муҳим боғланиш борлигини кўрсатиб беради. Тадқиқотчи ва амалиётчилар томонидан ушбу модель ривожланган мамлакатларнинг фонд бозорларида қўлланилганда юқори самарага эга эканлиги аниқланган.

Фикримизча, мамлакатимиз фонд бозоридаги конъюнктурадан келиб чиққан ҳолда, фонд бозори акцияларидан кутилаётган даромадни аниқлашда анъанавий CAPM моделидан фойдаланиш яхши самара беради, чунки фонд бозоридаги олди-сотди шартномалари акциянинг қийматига юқори таъсир кўрсатади.

Бизнинг фикримизча, бу модел орқали ривожланаётган мамлакатлар фонд бозоридаги рискни ўлчаш имконияти мавжуд. Сабаби, ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларида қимматли қоғозларнинг қийматга, бозордаги ва иқтисодиётдаги ҳолатларига таъсир қилади. Натижада, акциялардан кутилаётган даромад бозордаги кўрсаткичларга бевосита боғлиқ эканлиги яққол намоён бўлади.

7.4. Акциядорлик жамияти капиталини баҳолаш ва бошқариш

Акциядорлик жамиятларини капитали таркиби қарз капитали ва хусусий капиталдан иборат бўлади. Жаҳон амалиётида капитални баҳолашда капитални ўртача тортилган усули ҳамда хусусий капитални баҳолашда капитал активларини баҳолаш усулидан кенг фойдаланилади.

Капитал активларини баҳолаш модели (CAPM) назарияси яратилгандан кейин, дунё олимлари томонидан корхона капитал қийматининг баҳолаш имкониятлари янада ошиб бормоқда. Шунингдек, капитал активларини баҳолаш моделини (CAPM) қўллаш имкони-

ятларидан келиб чиққан ҳолда, дунё олимлари капитал қийматини баҳолаш бўйича муқобил моделлар ҳам амалиётга жорий қилина бошланди.

Таъкидлаш жоизки, Уильям Шарп томонидан капитал активларини баҳолаш модели (CAPM) молиявий активларни баҳолаш модели назарияси фаразлари асосида яратилган. Муаллиф фикрига кўра, корхона капитал қийматини аниқлашда рисксиз активлар (давлат облигациялари ва хазина мажбуриятларидан кутилаётган даромад) ва бозор риски учун мукофотини қўшган ҳолда амалга ошириш лозим.[1]

Джон Линтнер ҳам молиявий активларни баҳолаш усулида тадқиқотлар олиб бориб, Уильям Шарп томонидан яратилган назарий асосларга тўлиқ қўшилган.[2]

Ҳар иккала олимларнинг тадқиқотларида тизимли риск бета коэффициенти сифатида белгиланиб, ушбу коэффицентга қуйидагича фикр билдиришган: Агар $\beta_i > 1$ бўлса, тизимли риск ўзгарувчан бўлиб агрессив қимматли қоғоз, ва аксинча $\beta_i < 1$ бўлса, ҳимояланган қимматли қоғоз ҳисобланади.

Акциядорлик жамиятларини хусусий капиталидаги рискларини ўлчаш ҳамда инвестициядан келадиган даромадларни ҳисоблашда ***капитал активларини баҳолаш модели*** (CAPM)[3]дан фойдаланилади. Ушбу моделга кўра инвестиция риски иккига бўлинади:

- *тизимли риск* – бу бозор риски бўлиб, уни диверсификация қилиб бўлмайди.
- *тизимсиз (юник) риск* – бу активга хос риск бўлиб, диверсификация қилиш йўли билан бошқарилади, чунки акцияларнинг сони, тури, уларни қайтими ва бозордаги ҳаракатлари турлича бўлади.

---

[1] *Sharpe, W. F.* (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, Vol.19, No.3, pp. 425–442.

[2] *Lintner, J.* (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. The Review of Economics and Statistic, Vol.47, No.1, pp.13–37.

[3] http://www.investopedia.com/terms/w/william-f-sharpe.asp Америкалик иқтисодчилар Harry Markowitz and Merton Miller моделни кайта ишлаб, инвестиция карорларини қабул қилишга ёрдам берадиган модел эканини кўрсатгани учун 1990 йилда Нобель мукофотига сазовор бўлган. Ушбу модел турли хил даражадаги рискларни ҳисобга олган ҳолда, юқори даражада даромад олишига эришишни назарда тутади ва ундан корпорациялар, ташкилотлар ва менежерлар рискларни бошқаришда қўллайдилар.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олим Ш.Ш.Шоҳаъзамийнинг фикрича, тизимли риск – молия бозорининг қандайдир сегментидаги инқирозли ҳолат билан боғлиқ риск бўлиб, унга инфляцион риск, қонунчилик ҳужжатларининг ўзгариш риски, фоиз ставкалари риски, буқалар ва айиқлар бозоридаги риск, ҳарбий можаролар риски киради.[1] Тизимли рискдаги рискларини эса, баъзи ҳолларда диверсификация қилиб бўлмайдиган риск ҳам дейилади.

Ўз навбатида, тизимсиз риск – умумлаштирилган тушунча бўлиб, ўзида молия бозори рискларининг барча турларини мужассамлаштиради. Бу риск молиявий воситаларнинг у ёки бу турларини аниқ шарт-шароитлардан келиб чиқиб, танлаш асосида диверсификацияланишини пасайтириши мумкин.[2]

Фикримизча, ***тизимли риск*** – макроиқтисодий омиллар таъсирида бутун молия бозор конъюнктурасининг ўзгаришлари билан боғлиқ бўлиб, унга фоиз ставкаларнинг ўзгариши ва инфляцион рисклар киради. Мазкур риск диверсификация қилиб бўлмайдиган риск ҳам дейилади. ***Тизимсиз риск (юник)*** – бу молия бозоридаги ички омилларни ҳисобга олган ҳолда, бозор индекси, бозор капиталлашуви ва акцияларнинг бозор қийматига боғлиқ рисклардир. Мазкур риск диверсификация қилиб бўладиган риск ҳам дейилади.

Маҳаллий иқтисодчи олимлардан Х.Қурбонов тадқиқотларига кўра, молиявий активларни баҳолаш модели компаниянинг капитали умумий қийматни белгилашда ва унинг доирасида амалга оширилган инвестиция лойиҳалари учун талаб қилинадиган даромад даражасини аниқлашда катта амалий аҳамиятга эга.[3] Бундан ташқари, У.Бурханов ёндашувига асосан, Ўзбекистон шароитида капитал активларни баҳолашда мамлакатнинг кредит модели ҳамда сегментация ва тузатиш киритилган CAPM (Capital asset pricing model) моделидан фойдаланиш лозим.[4]

Бизнинг назаримизда, ***капитал активларни баҳолаш*** деганда – акциядорлик жамиятини хусусий капиталидан кутилаётган дисконтланган пул оқимлари бўлиб, унда рисксиз активлар билан

[1] *Ш.Ш.Шоҳаъзамий.* Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т.: ТФИ, 2012. 265-б.

[2] Ўша жойда.

[3] *Х.Қурбонов.* Корпоративные финансы. Ученое пособие. – Т.: «Иқтисод-Молия», 2007. 40-б.

[4] *U.Burkhanov & Kh.Khudaykulov* (2013). Investment valuation in emerging markets: opportunties & specific factors // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. -№ 7. -pp 1-9.

бозор риск учун мукофот ҳамда тизимсиз риск инобатга олиниши лозим. Бозор риск учун мукофот (market risk premium) – бу бозор даромадлилигига рисксиз активни қўшиладиган даромад ставкасидир.

Акциядорлик жамияти капиталини баҳолашда ва уни бошқаришда капиталнинг ўртача тортилган қиймати WACC (weighted average cost of capital) усулидан ҳозирги амалиётчилар кенг фойдаланмоқдалар.

Ўтган асрнинг ўрталарида хорижлик иқтисодчи олимлардан Модильян ва Миллер пул оқимлари лойиҳасидаги рисклар хусусиятларини тадқиқ қилиб, молия назарияси ривожига муносиб ҳисса қўшдилар. Шунингдек, капиталнинг ўртача тортилган қиймати WACC (weighted average cost of capital) усули ёрдамида компаниянинг хусусий ва қарз капитали қийматини аниқлаш методологиясини яратдилар. Ушбу методология орқали баҳолаш корхона капитали таркибидаги қарз ва хусусий капитал миқдорини аниқлаш имконини беради. Бундан ташқари, даромад солиғи ставкасини инобатга олган ҳолда корхонанинг хусусий ва қарз капитали даромади талабидан келиб чиқиб, унинг капитали қиймати аниқланади.

Модильян ва Миллерларнинг фикрича, корхона капитали қийматини баҳолашда солиқ ставкаси инобатга олинмаса, корхона капитали таркибининг ўзгариши унинг қийматига таъсир қилмайди. Шунингдек, хусусий капитал қийматининг ўсиши, унинг қарз капиталига нисбатан *D/E* (debt to equity ratio) коэффициенти билан ижобий боғланишга эга бўлади.

Корхона капитали қийматини баҳолашда солиқ ставкаси эътиборга олинса, корхонанинг қарз капитали юқори бўлиб, хусусий капитал қийматининг ўсиши, солиқ ставкаси ва хусусий капиталнинг қарз капиталига нисбатан D/E (debt to equity ratio) коэффициентига дахлдор бўлади. Модильян ва Миллер илгари сурган ғояда корхонанинг оқилона капитали таркибини танлаш усули акс эттирилган. Ушбу назариянинг ўзига хос хусусиятлари қуйидагилардан иборат:

Биринчидан, бозор иқтисодиёти шароитида самарали молия бозорига эришилганда, транзакцион харажатларга йўл қўйилмаслиги керак.

Иккинчидан, корхонанинг молиявий ҳолати ижобий кўрсаткичга эга бўлганида, бошқарув харажатлари юқори даражада кўпайиб кетмаслиги лозим.

Учинчидан, молия бозоридаги рисксиз активларнинг даромадлилиги даражасида қарз олиш ва қарз бериш имкониятлари мавжуд бўлиши зарур.

Модильян ва Миллер назариясига кўра, корхонанинг ўртача капитали қийматини баҳолашда солиқ ставкаси инобатга олинмаган ҳолда корхона капиталини баҳолаш усули корхонанинг капитал тузилишида хусусий ва қарз капитали улушлари тенг бўлмаган шароитда WACC (weighted average cost of capital) қуйидагича ифодаланган:[1]

$$WACC = K_d * \frac{D}{V} + K_e * \frac{E}{V} \qquad (7.20)$$

Бу ерда: $WACC$ – капиталнинг ўртача тортилган қиймати, K_e – қарз капитали қиймати, K_d – хусусий капитал қиймати, D – қарз капиталининг абсолют қиймати, E – хусусий капиталнинг абсолют қиймати, V – корхонанинг умумий активлари қиймати.

Юқорида келтирилган формула орқали солиқ ставкасини ҳисобга олмай корхонанинг ўртача капитали қийматини баҳолаш амалга ошириб келинган. Лекин, ўтган асрнинг 70-йилларида Модильян ва Миллерлар томонидан корхонанинг ўртача тортилган капитали қийматини баҳолаш усули такомиллаштирилди. Корхона капитали қийматини аниқлашда солиқ ставкасини назарда тутиш лозимлигига алоҳида аҳамият қаратилди. Шунингдек, корхона капиталини баҳолашнинг иккита усулини назарий ва амалий жиҳатдан асослаб бердилар. Хусусан, биринчи усулда капитални баҳолаш даромад солиғи ставкаси эътиборга олинган ҳолда аниқлаштирилади.

Олимларнинг таъкидлашларича, корхонанинг қарз капитали қиймати фойдаланилмаётган қарз капитали қийматидан юқори бўлса, корхонанинг жами қарзи миқдори тўланадиган солиқ суммалари миқдорига тенг бўлади ҳамда қуйидаги формула билан ифодаланади:

$$V_L = V_{UL} + t * D(2) \qquad (7.21)$$

Бу ерда: V_L – корхонанинг қарз капитали, яъни капитал структурадаги корхонанинг қарзлари, V_{UL} – ишлатилмаган қарз капи-

[1] *Modigliani, F. and Miller, M.H.* (1958). The Cost of Capital, CorporationFinance and the Theory of Investment // American Economic Review, Vol. 48, June, pp. 261–297.

тали қиймати, t – солиқ ставкаси, D – умумий қарзнинг абсолют миқдори.

Ушбу назарияга биноан, корхона капиталининг ўртача қийматини баҳолаш усулида даромад солиғи ставкаси қўлланаётганда солиқ имтиёзлари инобатга олиниб, мазкур ҳолат қуйидаги формулада акс эттирилади:[1]

$$WACC = K_e * \frac{E}{V} + K_d(1-t) * \frac{E}{V} \quad (3) \qquad (7.22)$$

Бу ерда, $1-t$ – корхонанинг даромад солиғи ставкасининг айрим ҳолларда қарз капиталига таъсири даражаси кўрсатилади.

Фикримизча, даромад солиғи ставкасининг мавжудлиги корхонанинг қарз капитали қиймати тушишига олиб келади. Бу эса, корхонанинг капитали таркибини аниқлаш имконини бермайди. Чунки, корхонанинг капитал қиймати юқори бўлишига қарз капитали ҳажми ортиши сабаб бўлган. Шу боис, корхонанинг қарз капитали қийматини аниқлашда бирлик қийматдан тўланадиган даромад солиғини айириб, қарз капитали қийматига кўпайтириш лозим.

Хорижлик иқтисодчи олимлар Хосейн Аскари, Нахид Малеки ва Сейед Масуд ўз илмий ишларида корхона капиталининг ўртача қийматини учта кўрсаткич асосида аниқлаш усулини кўрсатишган. Уларнинг таъкидлашича, капитални баҳолашнинг асосий манбалари активлар, қарзлар ва имтиёзли акциялардир. Бу кўрсаткичларни инобатга олиб, капитал қийматини баҳолаш қуйидагича акс эттирилган:[2]

$$\begin{matrix}\textit{Капитал}\\ \textit{қийматини}\\ \textit{баҳолаш}\end{matrix} = K_e\left(\frac{E}{E+D+PS}\right) + K_d\left(\frac{D}{E+D+PS}\right) + K_d\left(\frac{PS}{E+D+PS}\right) \qquad (7.23)$$

Барча халқаро молиявий менежерлар корхона капитали қийматини баҳолашда WACC моделидан фойдаланишади. Жумладан, иқтисодчи олим Бирман томонидан танлаб олинган 500 та йирик корхонада сўровнома шаклида тадқиқот ўтказганида, ушбу корхоналар 93 фоизининг капитал қийматини баҳолашда ва 35 фоизи чегирмавий пул оқимларини ҳисоблашда WACC моделидан фой-

[1] *Miller, M. H.* (1977). Debt and taxes // Journal of Finance, 32(2), 261–275.

[2] *Hosein Asgari Alouj, Nahid Maleki Nia, Seyed Hassan Masoud and Sajjadian Amiri* (2012). The Effect of Systematic Risk on Cost of Capital determinants Applying CAPM Model: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE) // Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 6(10). pp. 180–188.

даланган.[1] Крюгер ва бошқа иқтисодчи олимлар эса, корхонанинг капитал бюджетини тузишда ҳам ушбу моделни қўллаш энг мақбул усул эканлигини таъкидлашган.[2]

Корхонанинг капитали қиймати фақатгина қарз ва хусусий капитал қиймати негизида баҳоланади. Бироқ, хусусий капитал таркибидаги акцияларнинг баланс қиймати инобатга олинмайди. Бизнингча, корхоналарнинг қарз ва хусусий капитали бозор қийматини ҳисоблашда, ўз навбатида, ушбу корхоналар капиталининг баланс қийматини ҳисобга олинади. Бинобарин, корхонанинг капитали қиймати қарз ва хусусий капиталнинг бозор қиймати ва баланс қийматига қараб баҳоланса, мақсадга мувофиқ бўлади.

Иқтисодчи олим Фернандес илмий изланишлари натижасида корхона қарз капиталининг баланс қийматига муддати ўтган солиқлар таъсир кўрсатишини, лекин қарз капитали бозор қийматига боғлиқ эмаслигини исботлаб берган.[3] Чунончи, дастлабки моделга ўзгартириш ва қўшимча киритиб, уни қуйидаги формулада мужассамлаштирган:[4]

$$WACC\ (modified) = \frac{E_{mv} r_e + D_{mv} r_{debt} - D_{bv} r_{actual} * T}{E_{mv} + D_{mv}} \qquad (7.24)$$

Бу ерда, E_{mv} ва D_{mv} – қарз ва хусусий капиталнинг бозор қиймати, D_{bv} – қарз капиталининг баланс қиймати, r_{actual} – қарз капиталига тўланадиган фоиз ставкаси.

Бугунги кунда хорижий инвесторлар, молиявий менежерлар ва таҳлилчилар «Корхонанинг капитал қийматини баҳолаш нима?» деган саволга турлича жавоб беришади. Баъзилари уни бизнес юритиш учун корхона қарзи ва хусусий активлари орқали асосий ва айланма фондлари қийматини ошириш омили деб ҳисоблайдилар. Айрим, олимлар янги инвестиция лойиҳасини амалга ошириш ва ундан кутилаётган минимал даражадаги фойдага эришишдан, корпоратив молия мутахассислари эса, капитал қийматини баҳолашда

---

[1] *Bierman, J.H.* (1993). Capital budgeting in 1992: a survey // Financial Management, 22(3):24.

[2] *Kruger, P., Landier, A. and Thesmar, D.* (2011). The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate, available at: http://ssrn.com/abstract=1764024

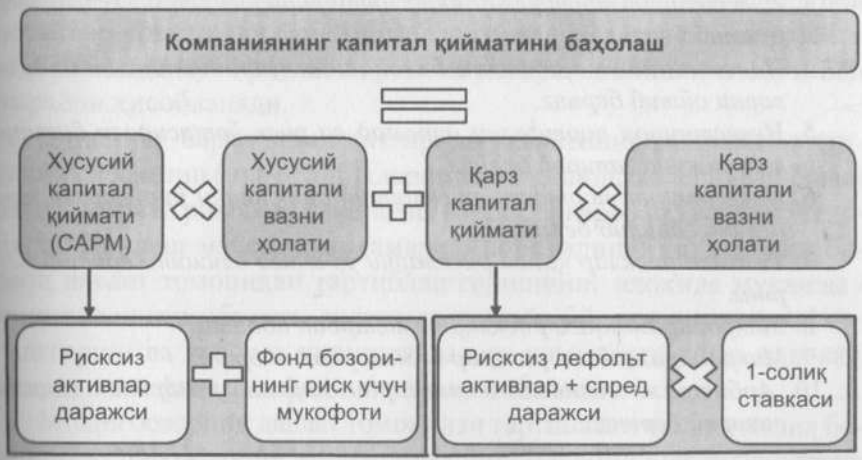
[3] *Fernandez, P.* (2003). Equivalence of Ten Different Methods for Valuing Companies by Cash Flow Discounting. EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=367161

[4] *Fernandez, P.* (2010). WACC: Definition, Misconceptions and Errors. Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=1620871.

инвестиция лойиҳасидан кутилаётган минимал даражада фойда кўриш ва капитал тузилишининг оптимал даражасини аниқлаш ҳамда дивидендлар бўйича фойдани қайта тақсимлашдан иборат эканлигини эътироф этадилар.

Асват Дамодаран компанияларнинг капитал қийматини баҳолаш амалиётига алоҳида тўхталиб, корхонанинг бизнес ва инвестиция имкониятларининг кенгайиши капитал қиймати ошишига олиб келишини асослаб берган.[1] Шунингдек, қарз ва хусусий капиталнинг ўсиши компаниянинг капитал қиймати ўсишини таъминлай олиши тўғрисида фикр билдирган. Бунда инвесторлар учун хусусий капитал қиймати корхонанинг инвестиция имкониятларини кўрсатса, қарз капитали қиймати корхонанинг дефольт рискини кўрсатади. Қарз ва хусусий капитал улушлари корхонанинг инвестиция лойиҳасини молиялаштиришнинг асосий манбаи саналади.

7.1-расмдан кўриниб турибдики, Асват Дамодаран компаниянинг капитал қийматини баҳолашни қарз ва хусусий капитал қийматини ҳисобга олган ҳолда амалга оширган. Бошқа тадқиқотчилардан фарқли ўлароқ, дефольт рискини эътибордан четда қолдирмаган. Шунингдек, хусусий капитал миқдорини аниқлашда корхона капиталидаги хусусий капиталнинг улушини назарда тутган. Қарз капитали миқдорини топишда эса, корхона капиталида қарз капиталининг улушини инобатга олган.



7.1-расм. **Компаниянинг капитали қийматини баҳолаш.**[1]

[1] http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/costofcapital.pdf
[2] Ўша манба.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлар А.У.Бурханов ва О.Н.Ҳамдамовлар ёндашувига кўра, капитални ўртача тортилган қийматини ҳисоблашда асосан лойиҳаларга сармоя киритиш ва инвестиция бўйича кутилаётган даромадни дисконтлашда ва компаниянинг капитал қийматини аниқлашда фойдаланади.[1] Б.Тошмуродова ва С.Элмирзаевлар капитал қийматини ўртача тортилгани корпоратив тузилмаларда умумий капиталнинг бир-биридан фойдаланиш учун сарфланган харажатлар миқдорини ўзида ифодаланишини назарда тутганлар.[2]

Фикримизча, ***капитални ўртача тортилган қиймати*** – бу акциядорлик жамиятини капитал тузилишини оптимал даражасини аниқлаш, хусусан, хусусий капитал ва жалб қилинган капиталнинг ўзаро нисбатига қараб, хусусий капитал ва жалб қилинган капиталга олинган дисконтлаган пул оқимидир. ***Акциядорлик жамиятининг капитал қиймати*** – хусусий ва қарз капиталидан фойдаланиш эвазига шакллантирилган пул оқимларини йиғиндисини жами капитал ҳажмини нисбатининг фоиз кўринишидаги миқдоридир.

Назорат учун саволлар

1. *Молия бозори рисклари ва уларнинг турлари ҳақида гапириб беринг.*
2. *Инвестицион портфель рисклари нималардан иборат?*
3. *Инвестицион портфелни шакллантиришнинг кетма-кетлигини ёритиб беринг.*
4. *Инвестицион портфелни баҳолашда қўлланиладиган моделларни айтиб беринг.*
5. *Инвестицион портфелни даромад ва риск ўртасидаги боғлиқлиги ҳақида гапириб беринг.*
6. *Инвестицион портфель рискларини аниқлашни бир омилли моделини гапириб беринг.*
7. *Тизимли рисклар қайси рискларни ўз ичига олишини ёритиб беринг.*
8. *Макродаражадаги рисклар нималардан иборат?*
9. *Микродаражадаги рисклар нималардан иборат?*
10. *Арбитраж молиявий активларни баҳолаш назарияси ҳақида гапириб беринг.*

---

[2] А.У.Бурханов, *О.Н.Ҳамдамов.* Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: «Инновацион ривожлантириш нашриёт-уйи», 2020. 240–241-б.

[3] *Б.Е.Тошмуродова, С.Е.Элмирзаев, Н.Р.Турсунова.* Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: ТМИ, 2017. 145-б.

8-БОБ

МОЛИЯ БОЗОРИНИ МУВОФИҚЛАШТИРИШ ВА ТАРТИБГА СОЛИШ

8.1. § Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг вазифаси ва моҳияти

Молия бозорини тартиблаштириш – унинг функционал ва операцион таркибларининг уйғунликдаги фаолиятини, ундаги барча қатнашчиларнинг молиявий инструментлар билан боғлиқ барча муносабатларини тизимли тарзда самарали ривожлантириш мақсадида давлат ва ваколатли органлар томонидан ўрнатилган унга оид меъёрлар мажмуасига мос равишда мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг тартибли жараёни ҳисобланади.

Молия бозорини тартиблаштириш тушунчасига мос равишда, қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш – унинг функционал ва операцион таркибларини уйғунликдаги фаолиятини, ундаги барча қатнашчиларнинг қимматли қоғозлар билан боғлиқ барча муносабатларини тизимли тарзда самарали ривожлантириш мақсадида ваколатли давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи органлар томонидан ўрнатилган унга оид меъёрлар мажмуасига мос равишда мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг тартибли жараёни ҳисобланади.

Дунёнинг барча мамлакатларида давлатнинг молиявий-иқтисодий сиёсатини (инвестицияларни жалб қилиш, модернизациялаш ва индустриал ривожлантириш негизида барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида) самарали юритилиши учун молия бозори давлат томонидан тартиблаштиришнинг алоҳида мукаммал ташкиллашган объекти сифатида намоён бўлади, уни мувофиқлаштириш ва назорат қилишда давлат зиммасига катта ваколат, мақсад, вазифалар ва функциялар юклатилади.

Молия бозорини давлат томонидан тартиблаштириш – молия бозорининг ривожланиш тенденцияларини макромолиявий даражада, унинг қатнашчилари фаолиятини эса, микромолиявий даражада мамлакатда ўрнатилган қонунчилик меъёрлари доирасида белгиланган тартибда мувофиқлаштириш ва назорат қилиш жараёни.

Бу жараёнга давлат ўзининг танлаб олган ривожланиш модели ва тамойиллари, ундаги мақсад ва вазифаларига мос равишда меъёрий тартиблаштирув таъсири асосида давлатнинг молиявий-иқтисодий сиёсатини амалга оширади.

Давлатнинг бундай таъсири ўз ичига ҳуқуқий, иқтисодий, административ, ижтимоий, информацион ва техник усулларнинг кенг диверсификациялашган мажмуини олади. Давлат томонидан шакллантирилган ва узлуксиз ривожлантирилиб бориладиган молия бозорини тартиблаштириш тизими молия соҳасида давлат сиёсатининг асосий инструменти ҳисобланади. Давлат молия бозорини тартиблаштириш жараёнидаги иштирокининг муҳим хусусияти, унда давлат бир вақтнинг ўзида қуйидаги мақсадли стратегик ролларни бажариши билан белгиланади: молия бозорининг бош регулятори; эмитент; инвестор; молия бозорида молиявий муносабатларни ташкиллаштирувчи ва ривожлантирувчи, давлат молиявий-иқтисодий сиёсатини амалга оширувчи профессионал институтлар. Бунда давлатнинг мақсадлари миллий манфаатлар билан белгиланади.

Давлатнинг бош мақсади – молия бозорини тизимли равишда самарали тартиблаштириш асосида миллий манфаатларни комплекс таъминлаш. Бунда давлат молия бозори орқали:

- иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни, реал секторни модернизациялашни ва индустриал ривожлантиришни, умуман барқарор иқтисодий ўсишни таъминлайди;
- давлатнинг молиявий-иқтисодий (монетар, фискал) сиёсатини амалга оширади;
- молия тизимининг хавфсизлиги ва рақобатбардошлигини таъминлайди;
- молиявий глобаллашув жараёнларини ривожлантиради.

Стратегик нуқтаи назаридан санаб ўтилган мақсадларга эришиш миллий манфаатларга қаратилган бўлганлиги учун молия бозорини тартибли ривожлантириш нафақат ваколатли давлат органларининг, балки молия бозорининг бошқа барча қатнашчиларини ҳам муҳим вазифасидир. Шу сабабли, молия бозорини давлат томонидан тартиблаштиришнинг бош амалий мақсади – миллий бозорга нисбатан барча қатнашчиларнинг, бунда кўп жиҳатдан инвесторларнинг ишончини таъминлашдан иборатдир.

Молия бозорини юқорида таъкидлаб кўрсатилган тартиблаштириш жараёнида давлатнинг бош вазифаси – миллий манфаат ва

миллий ғоя доирасида молия бозори фаолиятининг юқори самарали механизмини яратиш ва унга бозорнинг барча қатнашчилари томонидан сўзсиз бевосита риоя қилиниши асосида ривожланишини таъминлашдан иборатдир. Асосий вазифаси – инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминлаш; бозорларнинг адолатлилиги, самарадорлилиги ва шаффофлилигини қонунчилик билан белгиланган тартибда, усулларда ва шаклларда таъминлаш; рискларни самарали бошқарилишини таъминлаш.

Таъкидлаш жоизки, фақат юқорида келтирилган молия бозорининг тартиблаштириш миллий (давлат) тизимини мақсад ва вазифалари ваколатли давлат органлари ва молия бозори қатнашчилари томонидан самарали бажарилганидагина молия бозори ўзининг иқтисодиётдаги вазифаларини, функцияларини ва ролини тўлиқ бажара олади. Қимматли қоғозлар бўйича комиссияларнинг Халқаро ташкилоти (International Organization of Securities Comissions – IOSCO) томонидан 1998 йил сентябрь ойида қабул қилинган «Қимматли қоғозлар соҳасида тартиблаштириш мақсадлари ва тамойиллари» номли базавий ҳужжатида келтирилган мақсадлар билан умуман олганда ҳамоҳанг. Хусусан, ушбу ҳужжат билан қуйидагилар ўрнатилган: «Тартиблаштириш ҳўжаликларида капиталларни шаклланишига ва иқтисодий ўсишга кўмаклашиши зарур», шунингдек, қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштиришнинг уч мақсади мавжуд:

1. Инвесторларни ҳимоялаш (манипуляция, товламачилик ва инсайдерлик ҳоллардан).

2. Бозорларнинг адолатлилиги, самарадорлилиги ва шаффофлилигини таъминлаш (бозорда қатнашчилар тенглиги, информацияга тенг ва кенг эга бўлиш).

3.Тизимли рискни пасайтириш (қимматли қоғозлар индустриясида рискларни самарали бошқариш).

Молия бозорини тартиблаштириш тизими – узлуксиз динамик ривожланиб борувчи, фаолияти иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган, алоҳида функционал ва институционал таркибларга эга бўлган, миллий молия тизими фаолиятини миллий манфаатлар, мақсадлар ва қонунлар доирасида меъёрий жиҳатдан ривожлантирувчи мураккаб мажмуавий тузилма. Бу тузилма молия бозори фаолиятини ривожлантирувчи мураккаб тизим си-

фатида, ўз ичига бир-бири билан ўзаро молия бозорлари муносабатлари бўйича узвий боғланган элементларни олади. Унинг асосий таркибий қисмлари мавжуд бўлиб, давлат қонунлари ва уларнинг ижросига молия бозорининг барча қатнашчилари томонидан риоя қилинишини назорат қилиб борувчи ваколатли институтлар киради.

Давлат қонунлари билан молия бозорида молиявий инструментлар билан боғлиқ барча операция ва муносабатларни ташкил этилиши ва амалга оширилишининг умумий концепция ва тамойиллари ўрнатилади.

Давлат қонунлари доирасида молия бозори ривожланиш тенденцияларидаги жорий даврда ва келажакда мумкин бўлган турли ўзгаришларни олдиндан кўзда тутиш қийинлиги сабабли, молия бозорини тартиблаштириш миллий тизимининг узилмас қисмларидан бўлиб, тегишли қонуности ҳужжатлар мажмуаси ҳисобланади. Бу мажмуа ўз ичига молия бозорини тартиблаштиришга оид қуйидаги ҳужжатлар тўпламини киритади: муассасалараро мажбурий бўлган меъёрий ҳужжатлар (низомлар, инструкциялар, тартиб-қоидалар, стандартлар), ҳукумат қарорлари ва фармойишлар.

Ваколатли тартиблаштирувчи институтлар қонун ва қонуности ҳужжатларни амалиётга жорий қилиб, молия бозори томонидан уларга риоя қилинишини таъминлайди. Бу ҳужжатлар асосан ваколатли институтларнинг вазифаси ҳисобланган қонунбузарликларни аниқлаш, профилактикасини олиб бориш, ўрнатилган меъёрлар доирасида текширувлар ўтказиш, улардан оғишларни аниқлаб белгиланган тартибда чоралар кўришдан иборат.

Шундай қилиб, айтиш мумкинки, ҳар қандай миллий тартиблаштириш тизимини жорий ва келажак даврларда идеал мукаммаллик даражаси талабларига жавоб бера олмаслиги ва мос равишда тартиблаштириш механизмига жорий ўзгартириш ва қўшимчалар киритилиши ҳолатлари мавжуд бўлганлиги сабабли, уларни шартли равишда фақат маълум бир вақт даврида молия бозори талабларига нисбатан жавоб берувчи самарали, деб қабул қилиш мумкин. Бундай ҳолат тартиблаштириш тизими институтларига ва молия бозорининг бошқа қатнашчиларига ҳам таъсир кўрсатмасдан қолмайди.

Молия бозорини тартиблаштириш миллий тизимлари (жумладан, унсурлари) таснифи бўйича турли ёндашувлар мавжуд. Молия бозори сегментлари бўйича тартиблаштириш уларда муомалада

бўлувчи молиявий инструментлар билан боғлиқ операция ва муносабатларни мувофиқлаштириш ва назорат қилишга қаратилган бўлиши мумкин. Масалан, банк инструментлари сегментини тартиблаштириш элементи, суғурта инструментлари сегментини тартиблаштириш унсури, қимматли қоғозлар бозорини (сегментини) тартиблаштириш элементи, валюта сегментини тартиблаштириш унсури. Бу унсурларнинг барчаси биргаликда қўшилиб, уйғунликда бир бутун миллий тартиблаштириш тизимини ташкил қилади. Фаолият турлари бўйича тартиблаштириш молия бозорининг қатнашчилари операцияларини (эмиссион, инвестицион, профессионал молиявий институтлар, савдони ташкиллаштиришни) мувофиқлаштириш ва назорат қилиш билан боғлиқ бўлиши мумкин. Ташкилий тузилиши бўйича тартиблаштириш кўп поғонали мураккаб мувофиқлаштириш ва назорат қилиш тизими кўринишида бўлиши мумкин. Масалан, бир-бири билан боғлиқ тартиблаштиришнинг халқаро, миллий, худудлараро, ҳудуд ва муниципал поғоналари. Тартиблаштириш институтлари бўйича – давлат органлари (Молия вазирлиги ва Марказий банк), ваколатли давлат муассасаси, квази-ҳукумат ташкилоти (умумиллий макрорегулятор), давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилотлар билан биргаликда бўлган, алоҳида макрорегулятордан иборат тизим томонидан тартиблаштирилувчи тизимлар.

Тартиблаштириш усуллари – бу ўзини-ўзи тартиблаштириш, макрорегулятив ва гибрид (аралаш) усулларига асосланган тизимлардир. Тартиблаштиришнинг миллий тизимини ташкиллаштиришда қабул қилинган ёндашувлари бўйича – ҳукумат томонидан тўғридан-тўғри тартиблаштириш (масалан, Ирландия, Нидерландия, Португалия), молия ва банк тизимларини регуляторлари томонидан тартиблаштириш (масалан, Бельгия, Дания, Япония, Қозоғистон), махсус тузилган ваколатли давлат ташкилоти томонидан тартиблаштириш (масалан, АҚШ, Буюк Британия, Италия, Франция, Испания, Россия), аралаш тизимлардир.

Тартиблаштириш кўлами (ҳажмининг кенглиги ва чуқурлиги) бўйича – молиявий глобал (халқаро, мета, планетар), макромолиявий ва микромолиявий даражада тартиблаштирилади:

1. *Тартиблаштириш инфратузилмавий таркиблари бўйича* – функционал ва институционал таркибларини уйғунликда тар-

тиблаштириш тизими. Тартиблаштириш функциялари бўйича – у ёки бу даражада молиявий глобал (халқаро, мега, планетар), макроиқтисодий, микроиқтисодий, қонунчилик, инфратузилмавий, индустриал, техник (бозорнинг сифат ва миқдорий параметрларининг оптимал даражасини ушлаб туриш) функцияларга асосланган тартиблаштириш тизимлари.

2. *Молия бозорига таъсир кўрсатиш бўйича* – умумиқтисодий даражадаги билвосита (кредит-пул, бюджет-солиқ, ижтимоий, валюта, хусусийлаштириш ва сиёсатлар негизида) ва бевосита (административ) таъсир кўрсатишга асосланган тартиблаштириш тизими. Манфаатларни ҳимояланиши бўйича – давлат манфаатларига, йирик (стратегик) инвесторлар манфаатига, миноритар (майда) инвесторлар манфаатларига, аралаш манфаатларга қаратилган тартиблаштириш тизимлари.

3. *Иқтисодий тизим шакли бўйича* – очиқ ва ёпиқ иқтисодиёт моделларига асосланган тартиблаштириш тизимлари.

4. *Тартиблаштириш тузилмасининг ташкил этилиши бўйича* – фақат давлат регуляторларининг иштирокига, давлатнинг кўпроқ ва ўзини-ўзи тартиблаштирувчи ташкилотларнинг камроқ иштирокига, давлатнинг камроқ ва ўзини-ўзи тартиблаштирувчи ташкилотларнинг кўпроқ иштирокига асосланган тизимлари.

5. *Тартиблаштириш мақсадлари бўйича* – давлат, нодавлат ва бошқа турли мулк шаклидаги юридик шахслар, жисмоний шахслар (асосан инвесторлар) фаолияти (операциялари) ва функцияларини молия бозори қатнашчилари сифатида уйғунликда (интеграллашган ҳолда, тарзда) тартиблаштириш тизими.

6. *Тартиблаштириш моделлари бўйича* – классик (англо-саксон), континентал (асосан германча), японча-корейсча, исломий (Индонезия, Малайзия ва Покистон), аралаш моделларга асосланган тартиблаштириш тизимлари.

Қимматли қоғозлар бозорида давлат ва бозорнинг бошқа қатнашчиларининг манфаатлари макродаражада бир-бирлари билан мос келса-да, лекин индивидуал ҳолларда фарқланиши мумкин. Шунинг учун бир нечта мамлакатларда фонд бозорини тартиблаштиришда ваколатли давлат органи ва ўзини-ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар ўртасида жавобгарлик ажратилиб, лекин биргаликдаги тартиблаштириш механизми қўлланилади. Бунда давлат барибир устувор мавқега эга бўлиб қолади. Бу механизм амалиётда кўпроқ

самара бериб келмоқда. Молия бозорини давлат томонидан тартиблаштириш шаклларини икки катта гуруҳга ажратиш мумкин:

– тўғридан-тўғри ёки административ;

– билвосита ёки иқтисодий.

Қимматли қоғозлар бозорининг давлат бошқаруви:

- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари фаолиятига мажбурий талабларни белгилаш;
- эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарувларни (аввал рўйхатдан ўтказилган чиқарилувларнинг параметрларига қўшимчалар ва ўзгартиришлар), қимматли қоғозлар эмиссия рисоласини рўйхатдан ўтказиш ҳамда эмитентларнинг уларда назарда тутилган шартлар ва мажбуриятларга риоя қилишлари устидан назоратни амалга ошириш;
- қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозлар тўғрисидаги ахборот эмитентлар ва қимматли қоғозлар бозори қатнашчилари томонидан маълум қилинишини таъминлаш;
- мутахассисларни аттестациялаш, профессионал иштирокчилар фаолиятини лицензиялаш ва назорат қилиш;
- инвесторлар ҳамда қимматли қоғозлар бозорининг бошқа иштирокчилари берган шикоятларни кўриб чиқиш ва қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари бажариши мажбурий бўлган хулосалар бериш;
- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда қимматли қоғозлар бозорининг қатнашчилари фаолияти устидан назорат қилиш йўли билан амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар бозорини давлат томонидан тартибга солиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан амалга оширилади.

Молия бозорини иқтисодий тартиблаштириш давлат томонидан қуйидаги иқтисодий ричаглар ва капиталлар ёрдамида амалга оширилади:

- солиққа тортиш тизими (солиқлар тури ва ставкалари, улар бўйича имтиёзлар);
- кредит-пул сиёсати;
- давлат капиталлари (давлат бюджети, бюджетдан ташқари фондлар ва молиявий ресурслар);
- давлат мулки ва ресурслари (давлат компаниялари, табиий ресурслар ва ерлар).

Ваколатли давлат тартиблаштириш органлари томонидан уйғунликда тартиблаштиришнинг функционал ва институционал усуллари амалга оширилади. Институционал усул молия институтларининг мавқеи ва молиявий ҳолатини ҳамда молиявий фаолиятини бошқариш сифатини мувофиқлаштиради. Бунда молиявий институтларга нисбатан иқтисодий талаблар қўйилади, актив ва пассивлари тузилмаси мувофиқлаштирилади, иқтисодий ночорликка олиб келиши мумкин бўлган рискли операцияларда иштирок этиши чекланади ёки ман этилади. Институционал тартиблаштириш усули банклар ва суғурта ташкилотлари ҳамда инвестиция институтлари ва эмитентлар фаолиятини тартиблаштиришнинг асоси ҳисобланади. Тартиблаштиришнинг функционал усули молиявий инструментлар билан боғлиқ операцияларни содир этилиши учун тегишли тартиб-қоидалар, стандартлар, этик меъёрларни ўрнатади. Этик меъёрларни асосан ўзини-ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар амалиётга киритади.

Турли мамлакатларнинг давлат тартиблаштириш органларини, молия бозорлари қатнашчиларининг нодавлат нотижорат ташкилотларини ва савдо тизимларини бирлаштирувчи бир қатор йирик халқаро ташкилотлар ва уюшмалар тартиблаштиришнинг жаҳон амалиётини энг яхши томонларини умумлаштириш асосида умумий талаблар, стандартлар ва таклифлар ишлаб чиқиб, уларни барча мамлакатлар регуляторларига тавсия этиб келмоқдалар. Бундай халқаро ташкилотлар қаторига қўйидагиларни киритиш мумкин: қимматли қоғозлар бўйича комиссияларнинг халқаро ташкилоти; Биржаларнинг умумжаҳон федерацияси; қимматли қоғозлар соҳасидаги хизматлар бўйича халқаро ассоциация; Халқаро ҳисоб-китоблар банки; Жаҳон банки; Халқаро молиявий корпорация; Халқаро валюта фонди; Умумжаҳон савдо ташкилоти; Европа банки; Осиё банки; Иқтисодий ҳамкорлик ва ривожлантириш ташкилоти (ИҲРТ)лар.

Асосий манба бўлиб, қимматли қоғозлар бўйича комиссиялар халқаро ташкилотининг 1998 йил сентябрида чоп этилган «Қимматли қоғозлар соҳасида тартиблаштиришнинг мақсад ва тамойиллари» номли ҳужжати ҳисобланади. Ушбу ҳужжат фонд бозорини тартиблаштиришнинг уч бош мақсадга, яъни: а) инвесторлар ҳимояси, б) адолатни таъминлаш, в) тизимли рискни пасайтириш, бўйсундирилган 30 тамойилини белгилаб берган.

Ўзбекистонда молия бозорининг мувофиқлаштирувчи ва назорат қилувчи институтларига қуйидаги давлат органлари киради ва улар қонунчилик билан бириктирилган тегишли ваколатларга эга:

– Марказий банк;

– Молия вазирлиги;

– Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги.

Молия бозорига таъсир кўрсатувчи фискал сиёсатни эса:

- Молия вазирлиги;
- Давлат солиқ Қўмитаси;
- Давлат божхона Қўмитаси биргаликда олиб боради.

Миллий молия бозорининг банк капитали, пул ва валюта бозорларини Марказий банк ва Молия вазирлиги, суғурта бозорини Ўздавсуғуртаназорат, корпоратив қимматли қоғозлар бозорини, Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги, давлат қимматли қоғозлар бозорини Молия вазирлиги ва Марказий банк тартиблаштиради. Бу институтларни ҳар бири алоҳида давлат органи сифатида барчаси миллий бозорнинг бир бутун давлат тартиблаштириш тизимини ташкил қилади.

Кўриниб турибдики, молия бозори ҳозирда, (тегишли ўзини-ўзи мувофиқлаштириш (ЎЎМ) ташкилотлар очилмагунга қадар) бир вақтнинг ўзида бир нечта давлат органлари томонидан тартиблаштирилади. Айтиш жоизки, Ўзбекистонда фонд бозорини тартиблаштириш тизимига ўзини-ўзи мувофиқлаштириш (ЎЎМ) ташкилотлар ҳам киритилган. Бу билан қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириш модели узоқ келажакда англо-саксон ва яқин муддатда Россия моделларига яқинлашади.

Юқорида санаб ўтилган давлат институтлари молия бозорининг умумий регулятив инфратузилмасини ташкил этиб, уларнинг ҳар бири ўзига хос регулятив функцияларни бажаради, яъни улар ўз ваколатлари ва соҳаси, мақсад манфаатлари доирасида молия бозори қатнашчилари фаолиятини тартиблаштиришда, бир вақтнинг ўзида, назорат ва қонуний тартиб-қоидаларни ўрнатувчи давлат органлари функциясини бажаради. Бу эса, кўпинча улар томонидан регулятив меъёрлар ва назорат ҳаракатларини амалга оширилишида номутаносибликлар ва қарама-қаршиликларни келтириб чиқармоқда.

Бошқача қилиб айтганда, давлат регулятив органларининг фаолиятлари бир-бирлари билан мослаштирилмаганлиги, унификациялаштирилмаганлиги, уйғунлаштирилмаганлиги, умуман бир бутун самарали регулятив тизимга келтирилмаганлиги молия бозорини тартиблаштириш механизмида сезиларли бўлмоқда.

8.2. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг жаҳон амалиёти

Ташкилий жиҳатдан тартибга солинган молия бозорлари дастлаб Европанинг ривожланган мамлакатларида юзага келган. Маълумотларда кўрсатилишича, дунёдаги энг қадимги биржа ҳисобланадиган Амстердам фонд биржаси 1602 йилда ташкил топган бўлса, амалда Лондон фонд биржаси 1570 йилдан фаолият юритган (аммо, у дастлабки 200 йилликда норасмий тарзда бўлган). Нью-Йорк фонд биржаси Европадан икки юз йил кейин, 1792 йилда ўз фаолиятини бошлаган. Мазкур фонд биржаси континентал Европа биржаларидан фарқли равишда, ўз фаолиятини марказлашмаган, яъни хусусий секторнинг бир бўлаги сифатида амалга оширган. Умуман, ушбу ҳолат молия бозорларига ижобий таъсир этиб, уни ривожланишига туртки берган. Бундан ташқари, мамлакат миқёсида мустақил тартибга солувчининг мавжуд эмаслиги сабабли ҳам АҚШ биржасида бошқаришнинг ягона механизми – мутлақо ўз-ўзини тартибга солиш орқали амалга оширилган.

Молия бозорларида ўз-ўзини тартибга солиш бўйича энг муваффақиятли тажриба бу – АҚШ молия бозори бўлиб, мазкур бозорда ўз-ўзини бошқариш дастлабки ихтисослаштирилган бозорлар ташкил этилгунича давом этган. Фонд биржаси кўринишидаги ўз-ўзини тартибга солиш ташкилотлари бу ерда, эркин тарзда юзага келган. Дунёдаги энг йирик ҳисобланадиган Нью-Йорк фонд биржаси 2006 йилда тижоратлашгунига қадар (яъни, ўз мақомини нотижоратдан тижоратга ўтказгунча) ўз-ўзини тартибга солиш асосида фаолият юритган .

1997 йилда молия бозорларида ўз-ўзини тартибга солиш бутунлай тугатилиб, унинг ўрнига мегарегулятор ташкил этилган. Буюк Британиядан фарқли равишда, АҚШда ўз-ўзини тартибга солиш тамойилидан воз кечилгани йўқ, балки биржадан мустақил бўлган бошқа шаклдаги ўз-ўзини тартибга солиш умуммиллий FINRA

ташкил этилди. Ўз-ўзини тартибга солувчи Нью-Йорк биржаси, брокерлар жамоасини тўғридан-тўғри ўзаро келишуви натижасида юзага келган. Ушбу келишувларнинг асосини аниқ қоидалар тўплами ташкил этган. Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, ушбу қоидалар иштирокчиларнинг ўзлари томонидан шакллантирилган бўлиб, улар ўзаро муносабатларни тартибга солишга қаратилган ва барча иштирокчиларга жамоавий қоидаларга амал қилиш мажбуриятини қўйган. Албатта, бундан тижорат мақсадлари ҳам кўзланган, чунки нафақат брокерлар, балки инвесторлар билан бўладиган молиявий муносабатларни тартибга солиниши бозор ликвидлигини ошириши билан бир вақтда, савдолар ҳажми ҳамда ўртакашлик комиссияларидан олинадиган даромадларни ўсишини таъминлаган. Бундай ҳолатни идеал тартибга солиш сифатида қараш мумкин, яъни бозор иштирокчиларининг тижорат манфаатлари инвесторларни ҳимоя қилиш ва бозорлар самарадорлигини ошириш билан мос келади.

Молиявий муносабатларнинг барча иштирокчилари (эмитентлар, молиявий ўртакашлар ва инвесторлар) ўртасидаги муносабатларни тартибга солиш, сотилаётган активлар ликвидлигини ҳамда савдолар ҳажмини сезиларли даражада ошириб, иштирокчиларнинг даромадларини максималлаштириш бўйича мақсадларига мос келади. Бундай рағбат биржаларни тартибга солишнинг энг илғор амалиётларни ўзларида қўллашга ундаган. Иштирокчиларни тартибга солишни татбиқ этишга бўлган бундай қизиқишлари барча соҳаларда, қимматли қоғозларни бирламчи эмиссияси, корпоратив бошқарув ва иштирокчиларнинг биржадаги фаолиятларини қамраб олган.

Қимматли қоғозлар бозори қуйидагича тартибга солинган ва назорат қилинган:

- биржа иштирокчилари (брокерлар ва молиявий ўртакашлар) томонидан биржа майдонларида савдода иштирок этувчиларни бир қанча жиҳатларини текшириб, сўнгра савдоларни амалга оширишга рухсат бериш орқали, иштирокчиларни инвесторлар олдидаги ишончлилиги таъминланган;
- жорий амалиётларни амалга ошириш тартибини белгилаш орқали кўрсатиладиган хизматлар сифати таъминланган;
- брокерлик фирмалари ва уларнинг хизматчиларининг ўз капиталига бўлган талаблари ўрнатилган;

- инвесторларни корпоратив қоидабузарликлар ҳамда ноқонуний ҳолатлар (бозорни монипуляция қилиш ёки инсайдер маълумотлари орқали савдоларни амалга ошириш)дан ҳимоя қилиш мақсадида эмитентлар учун корпоратив бошқарув стандартлар татбиқ этилган;
- эмитентларнинг жорий фаолияти тўғрисида қуйидаги маълумотларни ошкор этиш бўйича талаблар қўйилган: жорий инвестицияларнинг ҳажмлари, қарздорлик мажбуриятлари ҳажмлари ва бизнесни ривожлантириш бўйича режалари;
- инвестицияларни амалга ошириш учун зарур бўлган қимматли қоғозларни муомаласи ва жойлаштирилиши тўғрисида тўлиқ маълумотларни ошкор этиш мажбурияти.

Дастлабки, ўз-ўзини тартибга солувчи ташкилотлар нотижорат шаклда, бозор иштирокчиларидан иборат бўлган. Бундай ҳолатда иштирокчилар томонидан тартибга солиш бўйича вазифаларини бажаришда тижорат манфаатлари унчалик ҳам таъсир этмаган. Биржалар таркиби қайта қурилгандан сўнг, улар акциядорлик жамиятлари шаклида фаолият юрита бошлаган ва уларнинг асосий мақсади компания даромадларини максималлаштиришдан иборат бўлиб қолди. Ташкилий жиҳатдан, тижоратлашувдан сўнг биржалар биржада ўз акцияларини жойлаштириш, бирлашув ва қўшиб олишларда иштирок этиш каби корпоратив муносабатлар учун кенгроқ имкониятларга эга бўлдилар. Бу вақтга келиб, савдоларни ташкил этувчи компаниялар, биржалар ва муқобил савдо майдонлари ўртасида рақобат кучайди. Тартибга солиш фаолияти қўшимча даромад келтирмай қўйганлигидан, ўз бозорларини тартибга солиш мажбурияти иккинчи даражали бўлиб қолди. Мазкур ҳолат аъзолар, иштирокчилар томонидан ўз-ўзини тартибга солишга бўлган рағбат мувозанатини бузди. Биржалар эмитент сифатида корпоратив қонунчиликнинг субъектига айланиб қолди. Улар рақобат курашига фаол тарзда киришиб кетдилар, натижада тартибга солиш ваколати орқали қоидаларни бузишга рағбат юзага келиб, шу орқали мақсадларга эришиш мумкин бўлиб қолди. Шу сабабли, бозорни бошқаришнинг оптимал шакли сифатида юзага келган ўз-ўзини бошқариш иккинчи даражага тушиб қолди. Манфаатлар тўқнашуви биржалар фаолиятининг олдинги тузилмаларида ҳам мавжуд эди. Олдинги тизимда биржалар унинг иштирокчилари билан инвесторлар манфаатлари мувозанатини

сақлашга ҳаракат қилган бўлсалар, энди улар биржа акциядорлари ҳамда унинг менежерлари билан инвесторлар ўртасидаги манфаатларни мувозанатлаштиришлари керак бўлиб қолди ва бу тартибга солиш нуқтаи назаридан ўз устуворлигини йўқотди. Биржаларнинг тижоратлашуви ва у билан боғлиқ манфаатлар тўқнашуви ривожланган мамлакатлар молия бозорларини тартибга солиш тизимига жиддий таъсир этди.

Ривожланган мамлакатларда биржаларнинг ўз-ўзини тартибга солувчи бўлинмалари амалиёт бўлимларидан мустақил ажратилиб, уларнинг ваколатлари камайтирилган. Масалан, АҚШда ўтказилган ислоҳотлар натижасида биржаларнинг ўз-ўзини тартибга солувчи бўлинмалари бирлаштирилиб, ягона миллий тартибга солувчи орган тузилди, Лондон биржаси листинг бўйича миллий ваколатидан айрилди, Австралияда фонд биржасининг тартибга солувчи бўлинмаси алоҳида компания сифатида ажратилди, континентал Европа ҳукуматлари илгари биржаларга тегишли бўлган айрим функцияларни ўзларига олдилар. Шундай қилиб, хулоса қилиш мумкинки, ўз-ўзини тартибга солиш бозорларнинг пайдо бўлиши босқичида кам харажатли ва муваффақиятли институтционал ечим сифатида фаолият юритди. Иштирокчилар ўз ваколатларини максимал даражада тартибга солганликларини қатор манбалардан кузатиш мумкин. Аммо, молия бозорларининг эволюцияси ва институтционал тизимнинг ривожланиши билан, ўз-ўзини бошқариш вазифаларини бажара олмай қолди. Энди, бозорлар ривожланишини тартибга солиш учун институтционал табиатга эга бўлган ҳукумат тузилмаларига эҳтиёж сезилди.

Жаҳон амалиётида мавжуд қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишни шартли равишда икки катта гуруҳга ажратиш мумкин:

- фақат (ёки кўпроқ) назорат функцияларини бажарувчи Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилувчи ташкилотлар. Масалан, Японияда 1998 йилдан (Financial Supervisory Agency), Жанубий Кореяда 1998 йилдан (Financial Supervisory Comission), Венгрияда 1996 йилдан (Hungarian Banking and Capital Market Supervisory), Данияда 1988 йилдан (Danish Financial Supervisory Autority), Норвегияда 1986 йилдан (Banking Insurance and Securities Comissions), Швецияда 1991 йилдан (Swedish Financial

Supervisory Autority), Финляндияда 1991 йилдан (Financial Supervision), Жанубий Африка Республикасида 1990 йилда тузилган (Financial Services Board);

- назорат ва меъёрлаштирувчи (тартиб-қоидаларни ўрнатувчи) функцияларни бир вақтнинг ўзида амалга оширувчи макрорегуляторлар. Масалан, Буюк Британияда 1997 йилда (Financial Services Autority), Австралияда 1998 йилда (Australian Securities and Investments Comission, Australian Prudential Regulation Autority), Канадада 1987 йилда (Office of the Superintendent of Financial Institutions), Сингапурда 1998 йилда (Monetary Autority of Singapore), Швейцарияда 1997 йилда тузилган (Swiss Federal Banking Comission).

Кўрсатиб ўтилган барча мамлакатларда бундай орган (мувофиқлаштириш ва назорат) молия бозорининг турли сегментларини ўзаро уйғунликда, боғлиқликда ва мутаносибликда тартиблаштиради. Бунда ушбу давлатлар макрорегуляторни ўзларида жорий қилишда унинг ижобий оқибатларидан, мавжуд ва зарурий ресурслардан, миллий молия бозорининг тайёрлилиги даражасидан келиб чиққанлар. Ўз вақтида баъзи давлатлар макрорегулятор концепциясидан фойдаланилган. Аммо, ҳозирга келиб макрорегулятор концепцияси ўзининг ҳаётийлигини самаралиги билан исботлади. Натижада, охирги йилларда дунёнинг йирик давлатларидан Россия ҳам макрорегулятор концепциясини қўллашни маъқул топмоқда.

Макрорегулятор тенденциясини пайдо бўлиш муносабати билан молия бозорини тартиблаштиришнинг камида иккита моделини ажратиб кўрсатиш мумкин. Буларнинг ҳар бири маълум бир ижобий томонларга ва камчиликларга эга. Масалан, Европа Иттифоқининг олти давлатида (Франция, Испания, Португалия, Италия, Греция ва Нидерландия) тартиблаштиришни (фонд бозорида фақат назорат функциясини бажариш асосида) холис бўлган алоҳида орган амалга оширади. Бунда назорат функцияси америкача модель бўйича SEC (Securities and Exchange Comission) фаолиятига яқин.

Жаҳон молиявий инқирози ўтган асрнинг 30-йилларида юз берган Буюк депрессия давридан буён жаҳон молия тизими бошдан кечирган инқирозлар ичида кўлами жиҳатидан энг йириги бўлиб, таъсир доираси нафақат АҚШ ва Европа молия бозорларида, балки глобал миқёсда ўз аксини топди. Халқаро молия бозорини тартибга солиш молиявий муносабатлар соҳасида бозордаги молиявий

оқимларни тартибга солишга йўналтирилган яхлит усуллар ва чора-тадбирлар мажмуидир. Молия бозорини тартибга солишдан кўзланган асосий мақсад қуйидагилардан иборат:

- молия бозори барча секторларининг барқарорлигига кўмаклашиш (фоиз даражаларини, молиявий, инвестиция ва суғурта фаолиятидаги таваккалчиликларни тартибга солиш);
- иқтисодий ўсишни таъминлашда инфляция даражасини жиловлаш (инфляцияни таргетлаш, валюта курслари ва пул массасини тартибга солиш);
- ички ва халқаро пул оқими (капитал) ҳаракатини таъминлаш, валюта курслари ва пул массасини тартибга солиш;
- молия бозорида шаффофлик ва молиявий хавфсизликни таъминлаш.

Халқаро молиявий инвестиция келишувлари, унинг қатнашчилари таркибига боғлиқ равишда икки томонлама, минтақавий ва кўп томонлама бўлиши мумкин. Бугунги кунга келиб, икки томонлама молиявий инвестиция келишувларнинг имзоланишида асосий улуш ривожланаётган мамлакатлар ҳиссасига тўғри келмоқда. Улар асосан, бундай шартномаларни ривожланган давлатлар билан ўзаро амалга оширмоқдалар.

Молия бозорларини самарали фаолияти ва тартибга солишнинг муваффақияти кўп жиҳатдан, мавжуд бозор инфратузилмаларининг ҳолатига боғлиқ бўлади. Замонавий молия бозорларини тартибга солиш ва мониторинг қилиш инфратузилмаларининг муҳим ташкилий элементлари қаторига қуйидагилар киради:

- мулкчилик ҳуқуқини, шартнома ҳуқуқ ва мажбуриятларини ҳимоя қилишни таъминловчи суд-ҳуқуқ инстанциялари;
- банк назорати органлари ва қимматли қоғозлар бозори фаолияти бўйича комиссияси;
- мустақил ва самарали аудиторлик назоратини амалга ошириш тизими;
- хусусий таҳлилни амалга оширувчи фирмалар, масалан, рейтинг агентликлари ва консалтинг фирмалари;
- тегишли фаолият доирасида стандартлар ва хатти-ҳаракат меъёрларини белгиловчи ҳаваскор ёки профессионал ташкилотлар.
- молия бозорларини ривожлантириш бўйича орттирилган тажриба ва ривожланган ҳамда ривожланаётган мамлакат-

ларда бозор муносабатларининг шаклланишидан келиб чиққан ҳолда, шуни таъкидлаш жоизки, молия бозорларини тартибга солишнинг миллий моделлари тобора иқтисодий ривожланиш талабларига мослашиб бормоқда.

Бугунги кунда ривожланган мамлакатларда тартибга солишнинг учта шакли мавжуд. Ушбу тизимларнинг бир-биридан фарқланиши давлат идоралари билан ўз-ўзини тартибга солувчилар ўртасида ваколатларнинг тақсимланишига асосланган (8.1-жадвал).

8.1 - жадвал

РИВОЖЛАНГАН МАМЛАКАТЛАРДА МОЛИЯ БОЗОРЛАРИНИ ТАРТИБГА СОЛИШ ТИЗИМИ[1]

Тартибга солиш шакллари	Асосий хусусиятлари
Давлат томонидан тартибга солиш (Германия, Франция, Япония)	► тартибга солишнинг асосий ваколатлари ҳукумат ёки махсус давлат органлари ихтиёрида; ► қонунчилик тартибга солиш бўйича чора-тадбирларни ишлаб чиқишда ҳукуматнинг доимий иштирокини назарда тутади; ► ўз-ўзини тартибга солиш ваколати сезиларли даражада чегараланган, фақатгина зарурий ҳолларда қўлланилади (масалан, савдо қоидаларини ишлаб чиқиш кабиларда); ► ўз-ўзини тартибга солиш органлари томонидан ишлаб чиқиладиган меъёрлар давлат органлари билан албатта келишилиши шарт; ► тартибга солишнинг бошқа шакллари мавжуд мамлакатлардан фарқли равишда, ушбу тизимда ҳуқуқий жазолаш механизмлари заиф.
Тартибга солишнинг эгилувчан шакли (Австралия, Гонконг, Буюк Британия)	► молия бозори иштирокчиларига ўз фаолиятини тартибга солишда ва тартибга солиш мажбуриятларини амалга оширишда катта эркинлик берилган; ► бозор иштирокчиларининг ўзлари ҳам тартибга солиш бўйича қарорлар чиқаришлари мумкин. Бунда, агар талаб этилса, ушбу қарорлар давлат регулятори ёки бозорнинг инфратузилма институтлари билан мувофиқлаштирилади. Мавжуд қонунлардан ташқари, тартибга солиш тизими қаттиқ қоидалар эмас, балки "юмшоқ" тавсияномалар ишлаб чиқади ва шу йўл билан эгилувчанликка эришилади. Агар юзага келган масалани ҳеч қанақасига ҳал этиш имкони бўлмаса, тавсияномалар қоидаларнинг ягона манбаси бўлиб хизмат қилади; ► иштирокчиларга танлаш имкони берилади: ўз хоҳишига қараб йўл тутиш (агар қарор инвестор ҳуқуқларини бузса, зарур

[1] *Karmel S.* Securities Industry Self-Regulation — Tested by the Crash./ Wash. & Lee L. Rev. № 1297. 1988. 24 p.

Тартибга солиш шакллари	Асосий хусусиятлари
	бўлганда, ваколатли орган олдида ўз қарорини исботлаб бериш) ёки тавсиянома асосида ҳаракат қилиш; ► амалда бундай ёндашув тартибга солиш аниқлигини ва жазо қўллашни пасайтирмайди; ► қоидалар бузилганда жазо қўллаш олдинги тизимга нисбатан қатъий ва кўпроқ тарзда амалга оширилади.
Регулятор билан ҳамкорлик қилишга асосланган шакл (АҚШ, Канада)	► ўз-ўзини тартибга солувчи ташкилотлар катта ваколатларга эга; ► ўз-ўзини тартибга солувчи ташкилотлар давлат регулятори билан доимий ва яқин алоқада ҳамда молия бозорларини самарали ишлаши ва ҳуқуқийлигини таъминлашда биргаликда жавобгардирлар; ► ўзаро мулоқот давомида ўз-ўзини тартибга солувчи ташкилот билан давлат регулятори вазиятдан келиб чиқиб, масъулиятлар чегарасини белгилаб оладилар; ► ўз-ўзини тартибга солувчи ташкилотлар молия бозорини тартибга солишнинг деярли барча масалаларида иштирок этадилар, регулятор ташаббусларини мунозара қилади ва ўзлари ҳам янги таклифлар билан чиқадилар; ► молия бозорини тартибга солишда ҳукуматнинг иштирок этиш ваколати анча чегараланган; ► соҳани назорат қилиш регулятор билан ўз-ўзини тартибга солувчи орган ўртасида тенг тақсимланган. Молия бозорида жазолаш амалиёти кенг тарқалган ва бунда ўз-ўзини тартибга солувчи органлар ҳам тўлақонли иштирок этадилар.

8.1-жадвалда тартибга солишнинг асосий тизимлари акс этган бўлиб, мазкур уч тизим ҳам ўзига хос объектив хусусиятларига қарамасдан, ягона тамойилга таянади, яъни ўз-ўзини тартибга солиш функцияси, регулятор томонидан тўлдирилади. Мавжуд ваколатлар мамлакатлар ўртасида миллий қонунчилик билан фарқланади. Масалан, Франциядаги ўз-ўзини тартибга солувчи Euronext биржаси қимматли қоғозларни жойлаштириш проспектлари бўйича давлат регулятори ҳисобланган AMFга қараганда қўшимча ваколатларга эга, АҚШда эса, бу ягона регулятор SEC томонидан амалга оширилади.

Бугунги кунда тартибга солишнинг энг қаттиқ тартиби Германияда шаклланган бўлса, энг юмшоқ тартибга эса, Гонконгда амал қилинади. Амалда тартибнинг юмшоқлиги меъёрларнинг юмшоқлигини билдирмайди. Масалан, Лондон биржасининг халқаро молия маркази сифатидаги машҳурлиги, айнан тартибга солишнинг эгилувчанлиги сабабли ўсган. Шундай бўлсада, тар-

тибга солиш ваколатларининг тақсимланиши нуқтаи назаридан, Буюк Британия энг қаттиқ тартиблардан саналади.

Нафақат маданият, анъаналар ва фуқароларнинг менталитетидан келиб чиқади, балки юридик тизимлар назарияси (legal origins theory)га ҳам боғлиқ бўлади.

Юқорида келтирилган жадвалдан ҳам кўриш мумкинки, иштирокчиларнинг мустақиллиги билан боғлиқ ўз-ўзини тартибга солиш кўпроқ юридик жиҳатдан прецедент ҳуқуқи тизимига асосланган мамлакатларда мавжуд. Европа ва континентал ҳуқуқий тизимга асосланган мамлакатларда ўз-ўзини тартибга солиш механизмларини қабул қилиш мураккаброқ эканлигини кўриш мумкин. Ушбу назариядан келиб чиқадики, ўз-ўзини бошқаришга асос бўлиб хизмат қилувчи миллий ҳуқуқий тизим (фуқаролик ёки прецедент), мамлакат молия бозорларининг узоқ муддатли ривожланишини ва уларни тартибга солиш тизимини белгилаб беради. Тартибга солишнинг турли тизимларини шаклланишига, шунингдек, миноритар акциядорларни ҳимоя қилиш ва марказлашмаган тарзда улушли эгалик қилиш институтларининг қай даражада ривожланганлиги ҳам ўз таъсирини ўтказади. Ўз-ўзини тартибга солишнинг тарихий ва ҳудудий йўналишларини ўрганиш шуни кўрсатадики, ўз-ўзини тартибга солиш механизмлари ўз ютуғи ҳамда чегараларига эга ва у юрисдикциянинг институционал ўзига хослигидан келиб чиқиб, молия бозори ривожланишининг турли босқичларида турли шаклларда намоён бўлади.

Фиркримизча, молия бозорларини тартибга солиш бўйича зарурат мавжудлиги тан олинган бўлса-да, уни қай кўламда ва даражада амалга ошириш юзасидан мутахассислар етарлича аниқ тўхтамга эга эмаслар.

Молия бозорларини тартибга солиш шакллари ўзгаргани билан унинг тарихий мақсадлари бозор иштирокчиларини фаолиятини барқарорлигига кўмаклашиш, иқтисодий ривожланишни таъминлашда инфляция даражасини жиловлаш, ички ва халқаро пул оқимини самарали ҳаракатини таъминлаш ҳамда молия бозорида шаффофлик ва молиявий хавфсизликни таъминлаш кабилар сифатида деярли ўзгармасдан қолмоқда. Глобал молиявий инқирознинг чуқурлашуви шароитида, молия бозорларини тартибга солишда давлатнинг аралашувини қўллаб-қувватловчилар сафи кенгайиб бораётганлигини кўрсатмоқда.

Жаҳон тажрибасининг кўрсатишича, халқаро молия бозори ривожланишининг замонавий босқичида монетаризм ва кейнисчилик тамойилларидан биргаликда фойдаланиб, жараёнларни тартибга солиш мақсадга мувофиқ бўлиб бормоқда.

8.3. Ўзбекистон молия бозорини мувофиқлаштириш ва тартибга солиш тизимини ривожланиш тарихи

Ўзбекистонда молия бозорларини ривожлантириш бўйича жадал ислоҳотлар олиб борилаётган бир пайтда, унинг иштирокчилари ўртасидаги муносабатларни тартибга солиш масалалари муҳим йўналиш сифатида юзага чиқмоқда.

Бугунги кунда амал қиладиган замонавий тартибга солиш назариялари, асосан, ўз-ўзини бошқарувчи ташкилотлар томонидан асос солинган ва халқаро даражада эмитентлар ҳамда инвесторларни жалб этиш учун рақобат натижасида шаклланган. Молия бозорларининг шаклланишини дастлабки даврларидан бошлаб, ушбу мақсадлар деярли ўзгармаган ва халқаро ташкилотларнинг ҳужжатлари (энг аввало, «молия бозорларни тартибга солишнинг мақсад ва тамойиллари» Халқаро қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи ташкилот – IOSCO)да расмий тарзда ўз ифодасини топган.

Молия бозорларини тартибга солишнинг асосий мақсадлари, инвесторларни ҳимоялаш ва молия бозорларини шаффофлигини, ҳаққонийлиги ҳамда самарадорлигини таъминлашдан иборат.

Молия бозорларининг ривожланиши, бозорнинг профессионал қатнашувчилари ва воситачилари сонининг ортишига олиб келади. Шунингдек, улар ўртасидаги муносабатларнинг яқинлашуви, тизимли рискларни пасайтиришни ҳам инобатга олиш зарурияти пайдо қилади.

Мамлакатимиз молия бозорининг бўғини ҳисобланган қимматли қоғозлар бозорини назорат қилиш ва уни тартибга солиш, Ўзбекистон Республикасида хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси таркибидаги қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази томонидан амалга оширилади. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази ўз фаолиятида

Ўзбекистон Республикаси Конституцияси, қонунлари, Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлисининг бошқа ҳужжатлари, Ўзбекистон Республикаси Президентининг фармонлари, қарорлари ва фармойишлари, Вазирлар Маҳкамасининг қарорлари ва бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларга ҳамда ўзининг низомига амал қилади. Ушбу марказ юридик шахс ҳисобланиб, Ўзбекистон Республикаси герби тасвири туширилган ва ўз номи ёзилган муҳрга, банкларда ҳисоб-китоб ва валюта счётларига эга бўлади.

Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг асосий вазифалари қуйидагилардан иборат:

- республикада қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш, ривожлантириш, назорат қилиш ва бошқариш соҳасида давлат сиёсатини амалга ошириш;
- марказ томонидан рўйхатдан ўтказилган бозорда қимматли қоғозлар чиқарилиши, қимматли қоғозлар бозори тузилмаси ва ривожланиши юзасидан қатнашчилар бўйича маълумотлар банкининг ягона реестрларини юритиш, ҳисобга олиш ва ҳисоботни ташкил этиш, қимматли қоғозлар муомалада бўлишини, қимматли қоғозлар бозори қатнашчиларининг касб фаолиятини бошқариш;
- қимматли қоғозлар бозоридаги профессионал фаолиятни лицензиялаш;
- давлат бошқаруви органлари, қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги ҳамда акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонун ҳужжатлари ижро этилиши устидан назоратни амалга ошириш ва қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги ҳамда акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонун ҳужжатларининг бузилиши аниқланган ҳолларда улар бўйича ижро этиш мажбурий бўлган хулосалар ва кўрсатмалар бериш, қонунни бузувчиларга нисбатан қонун ҳужжатларига мувофиқ санкциялар қўллаш;
- қимматли қоғозларнинг миллий ва халқаро бозорларида ўзбекистонлик ва хорижий эмитентларнинг қимматли қоғозлари чиқарилиши ва самарали муомалада бўлиши учун за-

рур ҳуқуқий шарт-шароитларни таъминловчи норматив ҳужжатларни ишлаб чиқиш;

- қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга оширувчи юридик ва жисмоний шахслар – инвесторларнинг, шунингдек қимматли қоғозлар эгаларининг ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилиш;
- қимматли қоғозлар бозорининг аҳволи ва унинг қатнашчилари тўғрисида инвесторларни ва жамоатчиликни кенг хабардор қилиш;
- қимматли қоғозлар бозорининг самарали инфратузилмани ташкил этишда қатнашиш;
- Ўзбекистон Республикаси вазирликлари, идоралари, маҳаллий бошқарув органларининг, профессионал ва нопрофессионал қатнашчиларнинг, уларнинг бирлашмалари (уюшмалари)нинг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини мувофиқлаштириш.

Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказга юклатилган вазифалар қуйидагилардан иборат:

- қимматли қоғозлар ва уларнинг эмитентлари тўғрисидаги ахборотнинг тўлиқ очилиши ва унинг тушунарли бўлиши устидан назоратни амалга оширади;
- қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш ва тартибга солиш ҳамда унинг қатнашчилари фаолияти масалаларига оид норматив ҳужжатларни ишлаб чиқади;
- инвесторларнинг корхонани (акциядорлик жамиятини) бошқаришда қатнашишдаги, дивидендлар олишдаги ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилиш чора-тадбирларини кўради;
- Ўзбекистонлик эмитентлар қимматли қоғозларининг чет элда ва хорижий эмитентлар қимматли қоғозларининг Ўзбекистон Республикаси ҳудудида муомалада бўлиши шартлари ва тартибини белгилайди;
- қимматли қоғозлар ва уларнинг ҳосилалари эмиссиясини (чиқарилишини), эмитентлар, шу жумладан Ўзбекистон Республикаси ҳудудида қимматли қоғозлар эмиссиясини амалга оширувчи хорижий эмитентлар қимматли қоғозлари эмиссияси проспектларини рўйхатдан ўтказади;

- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари сифатида қимматли коғозлар бозоридаги фаолиятга лицензия беради;
- тегишли давлат органлари билан биргаликда қимматли қоғозлар бозорининг самарали инфратузилмасини ташкил этишда қатнашади;
- қимматли қоғозлар бозори қатнашчиларининг фаолиятини мувофиқлаштиради, қимматли қоғозлар билан касб фаолиятини амалга оширишдаги ягона талабларни, қимматли қоғозлар билан битишувларни амалга ошириш қоидаларини, қимматли қоғозлар билан операциялар ўтказиш ҳисоби ва ҳисоботи стандартларини ишлаб чиқади ва тасдиқлайди;
- қимматли қоғозлар билан операциялар ўтказилишининг тўғрилигини назорат қилади ҳамда қимматли қоғозлар бозори қатнашчилари фаолияти устидан, хорижий эмитентларнинг қимматли қоғозлари Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорига муомалага қўйилиши қоидалари ҳамда квоталарига риоя этилиши устидан назоратни амалга оширади ва ушбу қоидаларни бузувчиларга нисбатан қонунчиликда назарда тутилган чора-тадбирларни қўллайди;
- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари нисбатан малака талабларини белгилайди, уларни аттестациядан ўтказади, малака аттестатлари, қимматли қоғозлар эгалари реестри ва ҳисобга олиш регистри юритилишига талабномаларни беради, уларга риоя этилишини назорат қилади;
- Ўзбекистон Республикаси Марказий банки билан биргаликда тижорат банкларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолияти устидан назоратни амалга оширади;
- меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларнинг ижро этилишини таъминлаш, қимматли қоғозларнинг чиқарилиши, бозорга қўйилиши, муомалада бўлиши ва сақланишини бирхиллаштириш, қимматли қоғозлар билан операциялар ўтказишнинг ҳисоби ва ҳисоботи, қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари уюшмаларининг фаолиятини мувофиқлаштиради;

- Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги билан келишилган ҳолда Марказий депозитарий хизматлари учун тарифлар миқдорини тасдиқлайди;
- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари сифатида фаолиятга лицензия олган юридик ва жисмоний шахсларнинг ягона давлат реестрларини юритади ҳамда уларни рўйхатларини эълон қилади;
- давлат рўйхатидан ўтган қимматли қоғозлар чиқарилишига идентификация тартиб рақамларини беради;
- турлари бўйича рўйхатдан ўтказилган қимматли қоғозларнинг миқдори ҳақидаги йиллик оммавий ҳисоботларни тузади, инвесторлар ва жамоатчиликнинг кенг хабардор қилинишини таъминлайди;
- ахборот тизимини ташкил этиш, қимматли қоғозлар билан ишлашни автоматлаштириш ва компьютерлаштириш чора-тадбирларини амалга оширади;
- қимматли қоғозларга оид қонунлар ва норматив ҳужжатлар ижросини назорат қилади ва қимматли қоғозлар бозорини тартибга солишда халқаро ва хорижий органлар билан ҳамкорлик қилади;
- эмиссияли қимматли қоғозларни (давлат қимматли қоғозларидан ташқари) муомалага чиқариш, шартномаларни рўйхатдан ўтказиш қоидаларини, қимматли қоғозлар билан операциялар ўтказишни ҳисобга олиш ва ҳисобот бериш стандартларини, уларни реестрларини юритиш тартибини тасдиқлайди;
- давлат қимматли қоғозларидан ташқари қимматли қоғозлар билан операциялар бўйича ҳужжатларни сақлаш муддатларини белгилайди;
- қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширишга лицензия олган профессионал иштирокчилари мансабдор шахсларига нисбатан малака талабларини белгилайди;
- Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги билан биргаликда қимматли қоғозлар бозорида суғурталовчилар фаолияти устидан назоратни амалга оширади;
- махсус ваколатли давлат органи билан биргаликда қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари учун

(банклар ва суғурталовчилар бундан мустасно) жиноий фаолиятдан олинган даромадларни легаллаштиришга ва терроризмни молиялаштиришга қарши курашиш бўйича ички назорат қоидаларини ишлаб чиқади ва тасдиқлайди, шунингдек, қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда мониторинг олиб боради ва ушбу қоидаларга риоя этилишини назорат қилади;

- Ўзбекистон Республикасининг амалдаги қонунчилик ҳужжатларига мувофиқ Марказнинг вазифалари ва ваколатларидан келиб чиқувчи бошқа функцияларни бажаради.

Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг қуйидаги ҳуқуқларига эга:

- Марказ томонидан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда олинадиган йиғимлар ва қонун ҳужжатларида тақиқланмаган бошқа манбалар ҳисобига шаклланадиган Марказни ижтимоий ривожлантириш ва ходимларини моддий рағбатлантириш жамғармасини ташкил этиш;
- қимматли қоғозлар бозори қатнашчилари томонидан ахборот тақдим этиш ва эълон қилиш қоидаларини белгилаш (давлат қимматли қоғозлари эмитентлари бундан мустасно);
- давлат бошқаруви органлари, фуқаролар, қимматли қоғозлар бозори мутахассислари ва мансабдор шахслардан Марказга юкланган вазифалар ва функцияларни бажариш учун зарур бўлган ҳужжатлар ва маълумотларни сўраш ва олиш;
- ўз қимматли қоғозларини оммавий сотиш учун қўйган эмитентдан, қимматли қоғозлар бозори фаолиятини профессионал жиҳатдан таъминлайдиган ҳар қандай бошқа шахсдан, шунингдек, фонд биржаларидан Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ тузиш ва эълон қилиш мажбурий бўлган қоидалар, низомлар, регламентлар, йўриқномалар, намунавий ҳужжатлар нусхалари тақдим этилишини талаб қилиш;
- қимматли қоғозлар тўғрисидаги ҳисобот шаклида эълон қилинган ва тақдим этилган ахборотнинг ишончлилиги юзасидан, шунингдек, қонун ҳужжатлари ва бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар бузилганлиги ёки бузилиши мумкинлиги тўғрисида маълумотлар тушганда қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларининг (давлат қимматли қоғозлари эми-

тентларидан ташқари) бухгалтерия ва бошқа ҳужжатларини текшириш;

- қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳолларда маъмурий ҳуқуқбузарлик тўғрисида баённомалар тузиш ва уларни судга юбориш;
- қимматли қоғозлар эгаларининг ҳамда давлатнинг ҳуқуқлари ва манфаатларини ҳимоя қилиш мақсадида давлат божи тўламасдан судга даъво тақдим этиш;
- эмитентларнинг рўйхатдан ўтказиш учун тақдим этилган ҳужжатларини текшириш ва Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари ва бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларига мувофиқ уларга ўзгартириш ва қўшимчалар киритилишини талаб қилиш;
- эмитентларнинг қимматли қоғозлар чиқарилишини рўйхатга олиш бўйича ҳужжатлари кўриб чиқилганлиги учун улардан энг кам ойлик иш ҳақининг икки баробари миқдорида белгиланган тартибда йиғим ундириш;
- Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозори фаолияти ривожланишини халқаро даражага олиб чиқиш;
- юқори малакали хорижий ва мамлакатимиз мутахассисларини контракт асосида маслаҳатчилар ва экспертлар сифатида ишга таклиф қилиш;
- фонд биржаларининг биржа кенгашлари, бошқа биржаларнинг фонд бўлимлари мажлисларида қатнашиш, биржа фаолияти устидан назоратни амалга ошириш учун давлат инспекторларини тайинлаш;
- Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларининг профессионал уюшмалари фаолиятини ва уларнинг аъзоларини мувофиқлаштириш;
- қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни қўшиб олиб бориш тартибини белгилаш;
- ваколатлари доирасида қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонун ҳужжатларини бузувчиларга нисбатан қуйидаги санкцияларни қўллаш:

– қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларини кўриб чиқиши ва ижро этиши мажбурий бўлган кўрсатмалар бериш;

- фонд биржаларидан (фондли бўлимларни ташкил этган бошқа биржалардан) қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари ва Марказ талаблари уларнинг аъзолари томонидан бузилган тақдирда бир ёки бир нечта аъзоларни аъзоликдан чиқаришни ёки фаолиятдан четлатишни талаб қилиш;
- эмитентлардан белгиланган тартибда қимматли қоғозлар эмиссияси проспекти рўйхатдан ўтказилмаса қимматли қоғозларни очиқ сотишга таклиф қилиш бўйича реклама компанияси фаолиятини чеклашни талаб қилиш;
- акциядорларнинг инвестицияларини ҳимоя қилиш мақсадида, қимматли қоғозлар бозорининг профессионал ва бошқа иштирокчиларини риоя қилиши мажбурий бўлган иқтисодий нормативларни белгилаш;
- эмитентлар томонидан амалдаги қонун ҳужжатлари бузилган тақдирда эмитентларнинг қимматли қоғозлари эмиссияси ва муомалада бўлишини 10 иш кунидан ортиқ муддатга тўхтатиб туриш ёки чеклаш тўғрисида судга мурожаат қилиш;
- қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонун ҳужжатлари бузилиши аниқланган тақдирда ўз ваколатлари доирасида қимматли қоғозлар бозори иштирокчисининг фаолияти тўхташига олиб келмайдиган айрим операцияларини тўхтатиб туриш;
- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари томонидан қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларини бир неча марта ёки қўпол равишда бузилган ҳолларда қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси сифатида қимматли қоғозлар билан фаолиятни амалга оширишга берилган лицензиянинг амал қилишини тўхтатиб туриш ёки лицензияни бекор қилиш тўғрисида судга мурожаат қилиш;
- амалдаги қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонун ҳужжатлари бузилишининг аниқланган ҳолатлари бўйича материалларни ҳуқуқни муҳофаза қилиш органларига бериш;
- жисмоний шахсларга қимматли қоғозлар бўйича профессионал фаолиятни олиб бориш ҳуқуқига малака аттестатлари бериш, шунингдек жисмоний шахслар томонидан

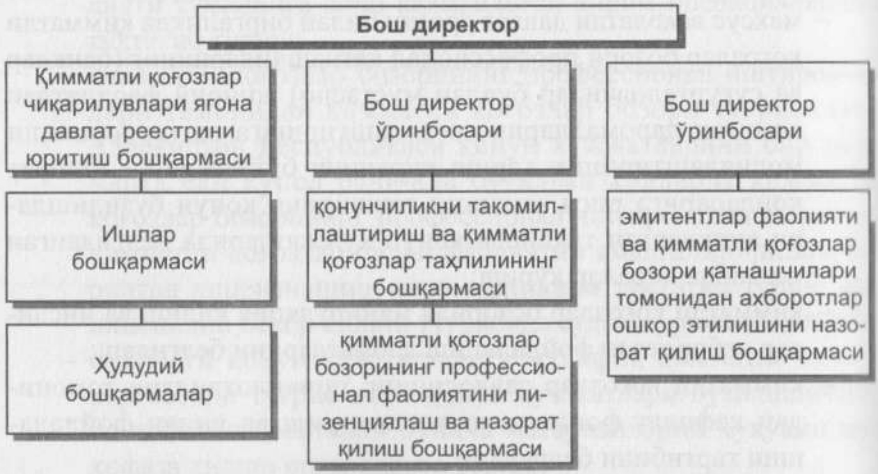
амалдаги қонун ҳужжатлари бузилган тақдирда уларнинг аттестатлари амал қилишини тўхтатиб туриш ёки уларни аттестатлардан маҳрум қилиш;

- биржа иши ва қимматли қоғозлар билан операциялар ўтказиш қоидалари бузилган тақдирда фонд биржасида операцияларни, шу жумладан клиринг операцияларини ва улар бўйича ҳисоб-китобларни ўн иш кунидан ортиқ бўлмаган муддатга тўхтатиб туриш ёки судга мурожаат қилиш;
- марказ томонидан аниқланган акциядорлик жамиятлари таъсис этилишининг эътирофи мавжуд эмаслигига доир маълумотларни қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда ваколатли давлат органларига бериш;
- белгиланган тартиб бузилган ва ҳужжатлар қонун ҳужжатлари талабларига мувофиқ бўлмаган тақдирда қимматли қоғозларни рўйхатдан ўтказишни рад этиш;
- марказнинг ваколатига тегишли бўлган масалалар бўйича, шу жумладан, қимматли қоғозлар билан битишувларни ҳақиқий эмас деб эътироф этиш ва/ёки қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларининг ноқонуний хатти-ҳаракатлари содир этилгунга қадар олдинги аҳволни тиклаш бўйича судга даъволар билан мурожаат қилиш, шунингдек экспертлик қилиш ҳуқуқига эга;
- махсус ваколатли давлат органи билан биргаликда қимматли қоғозлар бозори профессионал қатнашчиларининг (банклар ва суғурталовчилар бундан мустасно) жиноий фаолиятдан олинган даромадларни легаллаштиришга ва терроризмни молиялаштиришга қарши курашиш бўйича ички назорат қоидаларига риоя этишини текшириш, қонун бузилишлари аниқланган тақдирда қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда чоралар кўриш;
- қимматли қоғозлар бозорида манипуляция қилиш ва инсайдер ахборотдан фойдаланиш аломатларини белгилаш;
- қимматли қоғозлар савдосининг ташкилотчилари томонидан кафолат фондини шакллантириш ва ундан фойдаланиш тартибини белгилаш;
- инвестиция воситачиси томонидан мижозларнинг пул маблағлари ҳисобини юритиш ва уларнинг сақланишини таъминлаш тартибини белгилаш;

– ахборот технологиялари ва коммуникациялари соҳасидаги махсус ваколатли орган билан биргаликда инвестиция воситачиси томонидан мижозларга депо ҳисобварақлар очиш, қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотиш учун уларнинг топшириқларини қабул қилиш, мижозларга бошқа хизматларни электрон шаклда ва бошқа алоқа воситалари орқали кўрсатиш тартибини белгилаш;
– қимматли қоғозлар комиссиялари халқаро ташкилоти аъзолари бўлган бошқа давлатларнинг қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли органлари билан махфий ва бошқа турдаги ахборот билан белгиланган тартибда алмашиш ҳуқуқига эга.

Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг таркибий тузилмаси 8.1-расмда акс эттирилган.

Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази ҳузурида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2012 йил 19 мартдаги ПҚ-1727-сонли қарори билан жорий этилган Ягона дастурий-техник комплекси негизида ташкил этилган «Фонд бозорининг ахборот-ресурс маркази» ДУКси мавжуд. Ахборот-ресурс марказини ташкил этилишининг асоси бўлиб,



8.1-расм. **Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг таркибий тузилмаси.[1]**

[1] https://csm.gov.uz/uz/markaz-haqida/markaz-tuzilmasi

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сонли фармони билан тасдиқланган Корпоратив бошқарув тизимини тубдан такомиллаштириш чора тадбирлари тўғрисидаги дастурнинг 39 банди хизмат қилади. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг марказий аппарат тузилмалари 8.2-жадвалда келтирилган.

Бошқарманинг фаолияти Бошқармага раҳбарлик қилишга ваколатли шахс томонидан таъминланади. Бошқарма шахсий таркиби қонун ҳужжатларига мувофиқ Марказнинг штат жадвалига асосан тасдиқланади. Марказнинг Бошқарма ходимлари ўз вазифаларини Бош директор томонидан тасдиқланган лаво-

8.2-жадвал

ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИНИ МУВОФИҚЛАШТИРИШ ВА РИВОЖЛАНТИРИШ МАРКАЗИНИНГ МАРКАЗИЙ АППАРАТ ТУЗИЛМАСИ[1]

Тузилма номи	Функциялари
Эмитентлар фаолиятини ва қимматли қоғозлар бозори қатнашчилари томонидан ахборотлар ошкор этилишини назорат қилиш бошқармаси	Акциядорлик жамиятлари ва бошқа эмитентлар фаолиятини ҳамда қимматли қоғозлар бозори қатнашчилари томонидан ахборотлар ошкор этилишини назорат қилиш. Корпоратив ахборот ягона портали
Қонунчиликни такомиллаштириш ва қимматли қоғозлар бозори таҳлили бошқармаси	Қонунчиликни такомиллаштириш, қимматли қоғозлар бозорини таҳлил қилиш, халқаро ташкилотлар билан алоқалар
Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни лицензиялаш ва назорат қилиш бошқармаси	Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни лицензиялаш, профессионал иштирокчиларнинг фаолиятини назорат қилиш
Қимматли қоғозлар чиқарилувлари ягона давлат реестрини юритиш бошқармаси	Қимматли қоғозлар эмиссиялари ягона давлат реестрини юритиш, қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга ошириш ҳуқуқини олиш учун жисмоний шахсларни аттестация (қайта аттестация)дан ўтказиш
Ишлар бошқармаси	Марказга юклатилган вазифаларини муваффақиятли бажариш учун ходимларга зарурий меҳнат шароитини яратиб бериш
Канцелярия/ Кадрлар бўлими	Кирувчи ҳужжатларни қабул қилиш ва рўйхатга олиш / Кадрлар билан ишлаш
Бухгалтерия	Марказ ва унинг ҳудудий органларида бухгалтерия ҳисоби юритилишини ташкил этиш, Молия вазирлиги Ғазначилиги билан ишлаш

[1] https://csm.gov.uz/uz/markaz-haqida/markaziy-apparat

зим йўриқномасидан келиб чиққан ҳолда амалга оширадилар. Бошқармага раҳбарлик қилишга ваколатли шахс ўз ваколати доирасида қуйидагиларни таъминлайди:

1. Бошқарманинг фаолиятини ташкил қилиш билан бирга Бошқарма ходимларининг масъуллигини белгилайди ва вазифаларни тақсимлайди;

2. Марказ Бош директорига Бошқармага ходимларни ишга қабул қилиш ёки уларни эгаллаб турган лавозимидан озод қилиш бўйича тавсиялар беради ва бошқа ваколатларни амалга оширади;

3. Ўз ваколати доирасида ва Ўзбекистон Республикасининг қонун ҳужжатларига мувофиқ буйруқлар, йўриқномалар ва бошқа ҳужжатларни тайёрлайди, имзолайди ҳамда уларнинг бажарилишини назорат қилади;

4. Марказ раҳбариятига Бошқарманинг тасдиқланган шахсий таркиби, миқдори ва меҳнатга ҳақ тўлаш фондида белгиланган тартибга ўзгартиришлар ва қўшимчалар киритиш бўйича таклифлар киритади.

Бошқармага раҳбарлик қилиш ваколатига эга шахс, Бошқармага юклатилган вазифаларнинг бажарилиши учун масъул ҳисобланади.

Хорижий давлатларнинг қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш ва назорат қилиш бўйича ваколатли органлари билан фаолиятни мувофиқлаштириш, миллий ва халқаро қимматли қоғозлар бозорларида қимматли қоғозлар бўйича қонун ҳужжатлари бузилишининг олдини олишда улар билан ўзаро ҳамкорлик қилиш, қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга оширишнинг ягона стандартлари ва қоидаларини ишлаб чиқиш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1998 йил 12 январдаги 16-сонли қарорига асосан қимматли қоғозлар комиссиялари халқаро ташкилотида (IOSCO) Ўзбекистон Республикасининг ваколатли вакили этиб, Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази белгиланган.

Ҳозирги кунда, 1983 йилда ташкил этилган ва штаб-квартираси Мадрид шаҳрида жойлашган IOSCO ташкилотининг аъзолари бўлиб, 120 мамлакатнинг фонд бозориларини тартибга солувчи регуляторлар саналади, улар томонидан жаҳон қимматли қоғозлар бозорининг 95%дан ортиғи тартибга солинади.

IOSCOнинг асосий вазифалари бўлиб, қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ҳамда бозорнинг

самарали ва шаффоф тизимини таъминлаш мақсадида ҳалқаро тан олинган стандарт ва қоидаларни ишлаб чиқиш, уларни амалиётга татбиқ этиш ва ривожлантириш мақсадида ташкилот аъзолари орасида ҳамкорликни йўлга қўйиш, инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш юзасидан кўрилаётган чораларни кучайтириш мақсадида ташкилот аъзолари ўртасида ахборотлар алмашинувини йўлга қўйиш, миллий қимматли қоғозлар бозорини давлат томонидан самарали тартибга солиш мақсадида глобал ва ҳудудий кўламда маълумотлар алмашиниши учун имконият яратиш ҳисобланади.

Шунингдек, бугунги кунда Корея фонд биржаси (KRX), Корея Халқаро Ҳамкорлик Агентлиги (KOICA) ҳамда Япония Халқаро Ҳамкорлик Агентлиги (JICA) билан Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш борасида замонавий тажрибаларни алмашишга доир чора-тадбирлар амалга ошириб келинмоқда.

Капитал бозорини жадал ривожланишини таъминлаш ва инвестицияларни жалб қилишнинг самарали тизимини жорий этиш мақсадида, жаҳон давлатлари тажрибасидан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 14 январдаги «Давлат активларини бошқариш, монополияга қарши курашишни тартибга солиш тизимини ва капитал бозорини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5630-сонли фармонига асосан мустақил давлат органи – Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги тузилиб, унинг асосий вазифалари этиб қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш, ривожлантириш, тартибга солиш ва корпоратив бошқарув соҳасида ягона давлат сиёсатини амалга ошириш белгиланган.

Ушбу фармонга асосан, Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 2019 йил 24 январдаги ПҚ-4127-сонли қарори қабул қилинди ва мамлакатимиздаги қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи ягона давлат органи, капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ташкил этилиб, қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази тугатилди. Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ўз олдига мамлакатимиз капитал бозорини ривожлантириш, стратегиясини ишлаб чиқиш ва унда қуйидагиларни инобатга олиш вазифасини қўйди:

- аҳоли, тадбиркорлар ва иқтисодиётнинг инвестициявий талабларини максимал даражада қаноатлантириш мақсадида молия бозорининг уйғун фаолияти ва унинг барча сегментлари ривожланишини таъминлаш;
- капитал бозорининг барча, шу жумладан хорижий иштирокчилар учун тенг шароит ва тадбиркорлик фаолияти эркинлигини яратиш, шу аснода соғлом рақобат муҳитини шакллантириш;
- халқаро молия бозорлари билан фаол интеграциялашув, замонавий ахборот-коммуникация технологияларидан кенг фойдаланиш ва хорижда муваффақиятли синовдан ўтган илғор ёндашувлардан фойдаланиш орқали барча тоифадаги инвесторлар учун капитал бозорининг қулайлигини ошириш;
- илғор халқаро амалиётни жорий қилиш, ортиқча тўсиқлар, чекловлар ва соҳанинг ҳаддан ташқари тартибга солинганлигини бартараф этиш орқали фонд бозорида ривожланиш мақсадларига йўналтирилган инвестицияларни фаол молиялаштириш учун зарур шарт-шароитларни яратиш;
- инвесторлар учун жозибадор механизмларни жорий қилиш ҳисобига капитал бозорининг капиталлашуви ва рақобатбардошлигини ошириш, банк томонидан кредитлашнинг самарали муқобил механизмини яратиш;
- тегишли халқаро мезонлар ва тажрибаларни жорий қилган ҳолда, капитал бозорини тартибга солишнинг яхлитлигини, тизимли таваккалчиликларнинг олдини олишни таъминловчи зарур қонунчилик базасини ишлаб чиқиш;
- иқтисодий сиёсат мақсадлари ва саноатни мутаносиб ривожлантириш зарурати билан боғлиқ ҳолда капитал бозорини яхшилаш бўйича чора-тадбирларнинг тартибли мувофиқлаштирилишини таъминлаш;
- хорижий молия бозорларида рақобатбардошликни ошириш учун фойдаланишга асослантирилган имтиёз ва преференцияларни бериш орқали капитал бозорида инвестициявий ва ишбилармонлик фаолиятини ҳар томонлама рағбатлантириш ҳамда кенгайтириш;
- капитал бозорини замонавий талабларга мос кадрлар билан таъминлашнинг барқарор тизимини ривожлантириш, истиқ-

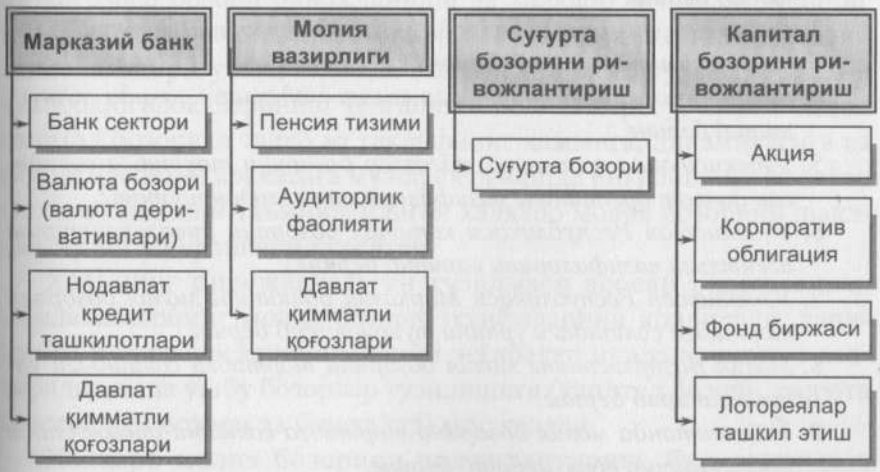
болли, шу жумладан хорижий мутахассисларни жалб қилиш учун жозибадор шарт-шароитларни яратиш.

Ҳозирда молия бозорининг у ёки бу сегментини камида учта давлат органи бошқармоқда. Бу эса, ўз навбатида ягона сиёсат шаклланишини янада мураккаблаштиради. Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги томонидан ягона молиявий регуляторни ташкил этиш Ўзбекистон иқтисодиётига маблағ жалб этишнинг асосий манбаи сифатида давлатга бўлган босимни юмшатиш имконини беради.

Иқтисодиётнинг, айниқса, хусусий сектор барқарор ривожланишини таъминлаш учун Ўзбекистон маҳаллий молия бозорининг яхлит моделини шакллантириши лозим. Молия бозорининг комплекс ислоҳотини ўтказиб, уни ўзаро мувофиқ ривожлантириш орқалигина капитални иқтисодий ўсиш мақсадларида сафарбар этиш ва самарали тақсимлашга эришиш мумкин.

Ҳозирда Ўзбекистонда молия бозори тарқоқ ҳолда бошқарилмоқда: у ёки бу сегмент Марказий банк, Молия бозори ва Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги томонидан тартибга солинмоқда (8.2-расм).

Ривожланган давлатларда эса, хусусан Польша, Швейцария, Германия, Жанубий Корея, Сингапур, Япония ва бошқа кўплаб давлатларда ягона молиявий регулятор фаолият юритади. 2020 йил 1 январдан бошлаб, Қозоғистонда Молия бозорини тартибга



8.2-расм. **Молия бозорини тартибга солинишининг жорий тузилмаси.**[1]

[1] https://www.gazeta.uz/uz/2020/05/19/nazirov/

солиш ва ривожлантириш агентлиги ишга туширилди. Қозоғистон марказий банки бажарган молия бозорини ривожлантириш ва тартибга солиш вазифаси янги агентликка юклатилди.

Мамлакатимизда ягона молиявий регулятор ташкил этилиши, ўз навбатида, акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш учун шароит яратади. Инвесторлар томонидан қўйилган маблағлари дахлсизлигига ишонч ҳосил қилиб, низоли вазиятларда муаммонинг адолатли ечим топишига умид боғлашади.

Регулятор бошқарувида битта шахс эмас, комиссия бўлиши керак. Бу коллегиал орган бўлиб, у фикр-мулоҳазалар мувозанатини таъминлайди. Комиссия таркибига ҳар бир блок, масалан, банк сектори, суғурта, қимматли қоғозлар бозори, пенсия жамғармаси вакиллари кириши лозим. Булар, ўз навбатида, молия бозорини ривожлантириш ва тартибга солишнинг мувофиқлигини таъминлашни шакллантириш имконини беради. Ислоҳотлар бозорнинг алоҳида секторларида якка тартибда эмас, ялпи кўринишда олиб борилади.

Назорат учун саволлар

1. *Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг вазифаси нималардан иборат?*
2. *Молия бозори сегментлари бўйича тартиблаштиришни тушунтириб беринг.*
3. *Ривожланган мамлакатларда молия бозорларини тартибга солиш тизимини гапириб беринг.*
4. *Молия бозорларини тартибга солиш моделлари ҳақида тушунтириб беринг.*
5. *Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини тартибга соладиган давлат органининг вазифалари нималардан иборат?*
6. *Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги вазифаларини гапириб беринг.*
7. *Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг молия бозорини тартибга солишдаги ўрнини тушунтириб беринг.*
8. *Молия Вазирлигининг молия бозорини тартибга солишдаги ўрнини гапириб беринг.*
9. *Ўзбекситонда молия бозорини тартибга солишни ривожланиш босқичларини тушунтириб беринг.*
10. *Молия бозорини тартибга солишда ўз-ўзини бошқарув органларини фаолияти нималардан иборат?*

9-БОБ

ЖАҲОН МОЛИЯ БОЗОРИ РИВОЖЛАНИШИНИНГ ЗАМОНАВИЙ ТЕНДЕНЦИЯЛАРИ

9.1. Жаҳон молия бозорининг ривожланиш тенденциялари

Ҳозирги молия бозорининг халқаро миқёсда глобаллашуви билан жаҳон молия бозори жадал суръатлар билан ривожланишига туртки бўлмоқда.

Жаҳон молия бозорини ривожланиши иқтисодий инқироз ва геосиёсий вазиятга қарамасдан, молия бозорини ривожланишига ва прогноз қилишга таъсир этувчи турли омиллар дунёнинг иқтисодчи олимлари томонидан ўрганилмоқда.

Ҳозирги кунда молиявий тизимнинг камчиликлари глобал молиявий ва иқтисодий инқирознинг тарқалиши билан тавсифланадиган жаҳон иқтисодиётининг ҳолатига сезиларли таъсир кўрсатмоқда.

Сўнгги йиллардаги глобал инқироз шоклари халқаро қимматли қоғозлар бозори ривожланиши ва халқаро молия бозорининг (ХМБ) асосий сегментлари билан капитал оқимларининг асосий тенденциялари узвий алоқада эканлигини аниқ кўрсатди. Жаҳон иқтисодий алоқаларининг кенгайиши молиявий ресурсларни жаҳон капитал бозорида талаб ва таклифнинг ҳажмига, динамикасига ва фойда нисбати ҳаракатига мувофиқ равишда йиғилишини ва қайта тақсимланишини таъминлайдиган халқаро молия бозорини шакллантириш зарурлигини кўрсатди.

ХМБнинг ривожланаётган тузилмаси асосан ривожланган мамлакатларнинг молия бозори эҳтиёжларини қондиради, капитал ва пул ресурсларини миллий чегаралар ичида ҳаракатга келтиради ҳамда ушбу бозорлар тузилишига (капитал бозори, валюта бозори, пул бозори ва бошқалар) мос келади.

Халқаро молия бозорини ривожлантириш, бир томондан, халқаро иқтисодий муносабатларнинг ажралмас қисми бўлиб, иккинчи томондан, миллий молия бозорларининг замонавий

архитектурасини шакллантириш, уларнинг сегментлари ва функцияларини кенгайтиришнинг натижаси ҳисобланади.

Бозор механизми нуқтаи назаридан энг кам битимлар асосида молиявий активларни (шу жумладан, савдо операцияларини амалга оширишни) савдо ташкил этиш учун зарур шарт-шароитларни яратиш, таклиф ва талабнинг мувозанат балансини шакллантиришга мўлжалланган. Шундан келиб чиққан ҳолда, ХМБ функцияларига қуйидагилар киради: тор сегментлар (минтақавий ва давлат) капиталининг тўпланиши, валюта ликвидлигини яратиш, товарлар ва хизматларнинг халқаро савдосида ҳисоб-китоб хизматлари, рискларни қайта тақсимлаш ва жаҳон бозоридаги молиявий битимлар учун шарт-шароитларни таъминлаш.

XX асрнинг иккинчи ярмида иқтисодий фаолиятнинг халқаро бизнеси ва халқаро тадбиркорлиги ривожлантирилди. Бу эса, ХМБни янада кенгайтиришга, жаҳон бозорида тўпланган капиталнинг ўсиб бораётган ҳажмларида иқтисодий фаолиятни молиялаш учун давлатлар ва корпорацияларни жалб қилишни таъминлади. Шу билан бирга, жаҳон молия бозорининг олдинги ривожланган кўрсаткичлари (фақат асосий валюталардан фойдаланган ҳолда, асосан йирик қарз олувчилар ва инвесторлар учун бозорга кириш) валюта конвертациясини кенгайтириш, операцияларни диверсификация қилиш, технологик инновацияларни кенгайтириш, иштирокчиларнинг барча гуруҳлари манфаатларини янада кенгайтириш ҳисобига қадр-қимматини аста-секин йўқотди.

ХМБ кўрсаткичларига энг катта таъсир қилаётган молиявий интеграциялашув жараёнлари билан миллий ва халқаро молия бозорларидаги тўсиқларни бартараф этиш, трансчегаравий капитал ҳаракатларининг ҳажмини ошириш, иштирокчиларнинг янги тузилмасини шакллантириш киради.

Жаҳон иқтисодиётининг ривожланаётган глобаллашуви халқаро амалиётларга чуқур таъсир кўрсатди ва натижада глобал молиявий тизимнинг шаклланишига ва бозорнинг замонавий шаклда ривожланишига ҳисса қўшди. Жаҳон молиявий тизимининг сифат жиҳатидан янги даражасини ташкил этувчи ташкилотлар ва компаниялар ахборот технологияларидан фойдаланиш асосида турли хил трансмиллий молиявий хизматлар кўрсатмоқда. Молия бозорининг глобаллашуви инфратузилмасини ривожлан-

тириш жаҳон молия сектори ривожланишининг асосий йўналишлари билан яқин ҳамкорлик қилиш учун зарур шарт-шароитларни яратди.

Халқаро молия бозорининг асосий сегментлари ўртасидаги ўзаро боғлиқлик кўчаймоқда ва айрим ҳолларда, айниқса миқдорий таққослашларда уларни ажратиб кўрсатиш мураккаб бўлмоқда. Халқаро молия бозорининг асосий вазифаларидан бири реал секторда инвестициялар бозорининг жадал ривожланаётган тизимига, жумладан, капитал қўйилмаларнинг турли шакллари ва турли хил инвестицион маҳсулотларга хизмат қилишдир.

ХМБ фаолиятига бевосита таъсир кўрсатадиган халқаро инвестицион фаолият иштирокчиларининг сони сезиларли даражада кенгаймоқда. Ушбу гуруҳ инвестиция объектлари орасида алоҳида ўрин эгаллаб, инновацион инвестициялар бозори ҳисобланади. Бу эса, биринчи навбатда, ишлаб чиқаришдаги инновацияларни (янги технологиялар, инновацион лойиҳалар) тайёрлаш ва амалга ошириш, иккинчи навбатда, интеллектуал инвестициялар (молиявий ва бошқа шартномалар, патентлар, ускуналарни ва технологияларни янгилаш) янги турдаги рақобатбардош маҳсулотларни яратиш учун капитални таъминлаш вазифасини амалга оширади. Ҳозирги вақтда жаҳон молия бозорининг фаолияти ривожланган институционал тузилишга асосланган бўлиб, ташкилот ва компанияларнинг капитал ва молиявий ресурсларини миллий бозордан ташқарида қайта тақсимлашни таъминлайди. Бозор иштирокчилари таркиби жуда кенг ҳисобланиб, кредит ва молия институтлари, инвестиция компаниялари, халқаро иқтисодий ташкилотлар, трансмиллий корпорациялар, индивидуал инвесторлар ва бошқаларни ўз ичига олади.

Ўтган асрнинг 60-йиллари бошидан бошлаб Европа молия бозорини шакллантириш, ХМБнинг ривожланишида муҳим босқич бўлди, бу эса, биринчи навбатда АҚШ ҳукумати томонидан чекловлар билан боғлиқ эди. Чунки, чет эллик инвесторлар ва америка компаниялари АҚШ валюталарида филиалларни молиялаштиришни амалга оширарди. Айрим мамлакатларнинг молия бозорлари (солиққа тортиш, депозитларга қўйиладиган талаблар, фоиз ставкалари бўйича чеклашлар) ўртасидаги мавжуд чекловлар, сезиларли фарқлар туфайли валютага бўлган ресурс-

лар ортиб бораётган талабларга қарамасдан, миллий ҳукуматни тартибга солиш чора-тадбирларига бевосита дахлдор бўлмаган янги, ягона бозорни яратиш зарур эди. Дастлабки босқичда, «Евро» нинг ривожланиши, асосан, «Евродоллар» бозори шаклида амалга оширилган (яъни, АҚШ ташқари банкларда депозит қилинган ва қарз бериш учун ишлатилган долларлар), кейинчалик Евро операциялар бошқа валюталар бозори орқали амалга оширилди. Евро миллий давлат идоралари томонидан тўғридан-тўғри тартибга солинмаган миллий бозорлар ўртасида воситачилик ролини ўйлай бошлади. Евро операциялар Европанинг етакчи молиявий марказларида пайдо бўлган бўлса-да, бошқа континентларда (Осиё, Лотин Америкаси) шунга ўхшаш пул бирлиги воситалари пайдо бўлди ва шартномалар бўйича кўп валютага оид моддаларни киритиш тавсия этилди. «Евро» ўзининг асл географик маъносини йўқотади ва капитал операциялар жойи ўрнига фақат валютанинг ташқи характерини акс эттиради.

Ҳозирги даврда жаҳон молия бозорининг қуйидаги асосий хусусиятлари пайдо бўлди:

- халқаро валюта, кредит, молиявий қарз, кафолат, суғурта ва қимматли қоғозлар билан боғлиқ битимлар амалга ошириладиган бозорнинг универсаллиги;
- миллий ва халқаро капитал бозорларининг умумий салоҳиятини ҳисобга олган ҳолда, айланма маблағларнинг катта миқдори;
- глобал молия бозор операциялари дунёнинг барча қатламларида, барча континентларда 24 соат давомида амалга оширилганлиги.

Молия бозорининг бошқа сегментларидан фарқли ўлароқ, молия институтлари томонидан чиқарилган облигациялар бўйича мажбуриятлар ва секьюритизацияланган активлари молиявий секторни барқарор молиялаштириш манбаларига йўналтириш ва секьюритизация даражасининг пасайиши ҳисобига камайди.

Глобаллашув шароитида миллий молия бозорларини ривожлантириш глобал молия бозорининг миқёси ва тузилмасига, унинг тармоқлараро тақсимланишига таъсир кўрсатадиган асосий омиллардан бирига айланди. Ўз навбатида, глобал молиявий оқимларнинг кучайиши иштирокчи мамлакатлар иқтисодиётига сезиларли таъсир кўрсатмоқда, банк хизматлари ва фонд бозорларининг институционал тузилмасини янада ривожлантирмоқда.

Мазкур даврда давлат томонидан молиявий ресурсларни сафарбар этиш манбаи сифатида жаҳон фонд бозорининг корпоратив сектор, иккиламчи бозорда маблағларни қайта тақсимлаш ролини оширишга аниқ тенденция пайдо бўлди. Бу эса, айниқса, фонд бозори, давлат қарзи ва молиявий институтларга нисбатан сезиларли даражада таъсир қилди.

Сўнгги йилларда эса, қимматли қоғозлар умумий қийматининг ўсиши асосан АҚШ фонд бозорининг капиталлашувини давом эттириш ва Хитой фонд бозорида сезиларли даражада яхшиланишининг натижаси бўлди. Умуман олганда, 2008 йилги кризисдан кейин кўплаб мамлакатларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги вазият валюта курси кўрсаткичларининг тикланишига олиб келди ва корпоратив фойданинг ошиши ҳисобига қимматли қоғозларни баланс қийматининг ўсиши ҳам қайд этилди. Жаҳон фонд бозорини кенгайишининг умумий кўрсаткичлари, асосан, мамлакатларнинг асосий гуруҳлари томонидан қимматли қоғозлар эмиссиясини тақсимлашда сезиларли даражада фарқланади.

Ўтган ўн йилликдаги соф ишлаб чиқаришнинг асосий қисми ривожланаётган мамлакатларга тўғри келди, ривожланган мамлакатлар томонидан эмиссия қилинган қимматли қоғозлар кўрсаткичлари салбий характерга эга бўлиб, сотиб олинадиган акцияларнинг қиймати муомаладаги акциялар қийматидан ошиб кетди. Фақат сўнгги икки йил ичида корпорациялар, асосан, ривожланган мамлакатлар банкларини замонавийлаштиришга ва молиявий инқирознинг оқибатларини бартараф этишга маблағларни тўлдириш учун янги акцияларни чиқариш йўли билан улушларни сотиб олишди ва капитални камайтиришди.

Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорининг юқори динамикаси эса, ўзларининг рақобатбардош мавқеининг мустаҳкамланиши ва хусусийлаштириш жараёни давом этаётган компаниялар сони ошиб бориши билан белгиланади. Ривожланаётган бозорларда компанияларнинг янги акцияларини чиқариши, ўсиши ушбу мамлакатларда миллий ва хорижий сармояларни жалб қилиш учун тобора муҳим платформаларга айланиб бораётган фонд биржаларининг пайдо бўлиши ва кенгайиши билан бирга ўтди.

Сўнгги йилларда глобал IPO (Initial Public Offefing – биринчи оммавий савдо) ҳажмининг ярмидан кўпи ривожланаётган мамлакатлар, яъни Хитой ва Гонконг биржаларида ўтказилди. Мазкур

биржалар IPO ларни амалга оширилиши Лондон ва Нью-Йорк фонд биржалари билан рақобатлаша бошлади.

Мамлакатнинг молия бозорини ўрта ва узоқ муддатда ривожлантириш бир қатор асосий омиллар билан белгиланади, яъни улардан бири «молиявий чуқурлик» (financial depth) ҳисобланади. Макроиқтисодий даражада мамлакатнинг молия бозорининг чуқурлиги одатда ЯИМга нисбатан молиявий талаб ва мажбуриятлар мажмуаси сифатида белгиланади ва корпорациялар, уй хўжаликлари ва давлат ташкилотлари ўз фаолиятини молия бозори ва молиявий воситачилар орқали молиялаштириши мумкинлигини кўрсатади. Ушбу кўрсаткич мамлакатнинг пул-кредит ва молиявий воситалар билан тўлдирилганлигини таъминлаш кўрсаткичларига яқин бўлиб, шунингдек, молиявий архитектурани ривожлантиришни назарда тутади. Жаҳон молия бозорининг бир қисми сифатида айрим мамлакатлар ёки улар бозорларининг молиявий чуқурлигини аниқлашда асосий кўрсаткичларнинг иккита гуруҳи ишлатилади:

- банк тизимининг ривожланиш даражаси (тижорат банклари томонидан бериладиган кредитлар ёки депозитлар ЯИМга нисбатан);
- қимматли қоғозлар бозори ривожланишининг кўрсаткичлари (сўндириладиган давлат қимматли қоғозлари, муниципал ва корпоратив облигациялар ва капитал бозорларини капитализация қилиш), суғурта бозори ЯИМга нисбатан.

Молиявий чуқурлик кўрсаткичининг афзаллиги, унинг бозор сегментлари нуқтаи назаридан бутун мамлакатнинг кластерлари ва молиявий маҳсулотларнинг асосий гуруҳлари учун молиявий аҳволини таҳлил қилиш ҳамда халқаро таққослашни амалга ошириш қобилиятидир. Шу билан бирга, иқтисодиётда молия бозорининг ўрнини янада объектив баҳолаш учун молиявий чуқурлик коэффициенти орқали иқтисодиётда молия бозорининг алоҳида сегментларини акс эттирувчи кўрсаткичлар орқали молиявий хизматлар кўрсатадиган компаниялар баҳоланиши керак. Баҳолашда молия бозорида нархларни, инновацион компонентларни, институционал, ташкилий ва регулятив ўзгаришларни ҳисобга олиш лозим.

Шундай қилиб, молия бозорини чуқурлаштириш жараёни асосан молиявий воситачилик институтларининг етуклик даражаси билан белгиланади.

Молиявий тизимлар жамғармаларни инвестицион мақсадлар учун самарали фойдаланишни таъминлашда институтлар, инструментлар ва механизмларни яратиш йўли билан ишлаб чиқилади.

Сўнгги ўн йилликларда жаҳон иқтисодиётининг ўсиш суръатлари билан таққосланганда, молия бозорлари қийматининг ўсиш суръатларини ошиши ва шунга мос равишда уларнинг ЯИМга нисбатан улушини кўпайтириш тенденцияси кузатилди. Ўтган асрнинг 80-йилларнинг бошига қадар молия активларининг ўсиш суръатлари кризислар ва ҳарбий операцияларнинг кучайиши даврларини ҳисобга олган ҳолда, давлат қарзлари бўйича мажбуриятлар кўпайишига қарамасдан, иқтисодий ўсиш суръатларига билан мос келди. Келгусида ялпи ички маҳсулотга нисбатан молиявий активларнинг ўсиши сезиларли даражада кузатилмоқда. Масалан, АҚШда 2008 йил молиявий инқирозидан олдин молиявий активларнинг умумий қиймати ЯИМга қараганда икки баравардан кўп бўлган. Ушбу ўсишнинг асосий қисми хусусий қарз мажбуриятлари инструментларига тўғри келади, чунки корпорациялар ва молия институтлари молиялаштириш учун тобора молия бозорларига иштирок этиши кучайиб кетди.

Жаҳон молия бозорлари ривожланишининг ҳозирги босқичи молиявий глобаллашувнинг мураккаб шароитларида ва глобал миқёсда ривожланишга таъсир кўрсатадиган молиявий инқироз оқибатларида юз бермоқда. Бу вақтгача деярли қирқ йил мобайнида капитал бозорлари ва банк тизимлари нафақат ривожланиб борган, балки кўпайгандир. Глобал молия активлари инқироздан олдинги натижалардан юқори бўлишига қарамасдан, жаҳон молия бозорининг ўсиш суръатлари сезиларли даражада пасайди.

Ривожланаётган кўплаб бозорларнинг ўсиш суръатлари, шунингдек, уларнинг молиявий тизимларини ривожланиши, ЯИМнинг ўсиш суръатларидан орқада қолиб кетмоқда, бу молиявий глобаллашишнинг тўхтаб қолишига етарлича далил бўла олади. Молия бозори ривожланишининг таҳлили сўнгги ўн йилликларда миллий молия бозорларининг бирлаштирилиши, уларни янада мустаҳкамлаш ва охир-оқибат мисли кўрилмаган мобиллик тизимининг – капитал бозорининг шаклланишини кўриш имконини беради. Бу жараёнлар пул бирлиги яратилгандан ва Европада ягона валютани жорий этишдан кейин сезиларли даражада ошди. Ушбу даврнинг энг

муҳим ютуғи глобаллашув молиявий интеграцияни ривожлантиришга ҳисса қўшган ва глобаллашув мақсадларига эришишга қаратилган бошқа кўплаб саъй-ҳаракатлар билан бирга глобал молия бозорининг ривожланишида энг муҳим тенденцияларни шакллантиришга ёрдам берган инфляция ва бюджетлар барқарорлашувининг сезиларли даражада пасайиши ҳисобланади.

Ривожланаётган давлатларнинг глобал молия бозорини ривожлантириш тенденциялари бугунги кунда ҳам давом этмоқда, шунга қарамай, молиявий ва қарз инқирози (2007, 2008 ва 2010 йй.) натижасида глобал молиявий тизимда мавжуд бўлган ўзаро алоқалар тезкорлик билан ишлаган, машҳур «домино эффекти» глобал иқтисодий зиддият тарихининг энг қадимги даврларига кириб, трансчегаравий капитал оқимларидаги кучли оқимга олиб келди, унинг ҳажми инқирозгача бўлган даврнинг 60% даражасига туширилди. Шунингдек, дунёнинг 200 дан ортиқ мамлакатларида молиявий инқироз ҳолатини таҳлил қилиш натижасида, ҳозирги вақтда ривожланаётган давлатлар – Хитой ва Ҳиндистон ҳисобига бозорларнинг молиявий чуқурлигини ошириш тенденцияси мавжуд.

Шу билан бирга, ривожланаётган мамлакатларнинг иқтисодий манфаатларига мос бўлган барқарор ривожланиш тенденциялари (масалан, активларни товар айланмасидан ва «ёмон» ипотека ва бошқа тузилган ишончсиз активларнинг катта қисми ва шунинг учун зарарлар)ни бартараф этиш оқибатида молиявий активларнинг айрим ўсишлари секинлашди.[1]

Молиявий глобаллашув шароитида молия бозорларини ривожланиши узоқ келажакда дунёнинг исталган жойидан ва вақтда иштирок этиш имконини берувчи халқаро электрон биржани вужудга келишини тахмин қилиш мумкин. Лекин, яқин келажакда бундай электрон биржа билан бирга фонд биржалари ҳам параллел фаолият юритиб ривожланиши мумкин. Бунга халқаро ўттизлик гуруҳининг 20 та яқин тавсияси асос бўла олади. Ҳозирда жаҳон молия бозорларидаги қимматли қоғозларнинг айланмаси халқаро товар айланмаси ҳажмидан 60–70 баробар кўп, бу кўрсаткичнинг борган сари ортиб бориш тенденциясини кузатиш мумкин. Бунда халқаро (хори-

[1] The New Dynamics of Financial Globalizaion, McKinsey Global Institute, August, 2018.

жий) портфель инвестицияларининг салмоғи бевосита (тўғридан тўғри) инвестициялар ва халқаро кредитлар ҳажмидан сезиларли даражада катта бўлиб, бунга молия бозорларининг иқтисодиётдаги ролини ошиб бориши, секьюритизация жараёнлари ва молия инжинирингини тез суръатлар билан ривожланиши сабаб бўлмоқда. Дунёни ривожланган мамлакатларининг фонд бозори таҳлили 9.1-жадвалда ўз аксини топган.

9.1-жадвал

ДУНЁДА РИВОЖЛАНГАН МАМЛАКАТЛАР ФОНД БОЗОРИ КАПИТАЛЛАШУВ ДИНАМИКАСИ, МЛРД. ДОЛЛ[1]

Мамлакатлар	Йиллар							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
АҚШ	17283,5	15640,7	18668,4	24034,9	26330,6	25067,5	27352,2	32120,7
Бразилия	1545,6	1228,9	1227,4	1020,5	843,9	490,5	774,1	954,7
Хитой	3412,1	3697,3	3949,1	6004,9	8188,1	7320,7	8711,3	9027,8
Германия	1429,7	1184,5	1486,3	1936,1	1738,5	1715,8	1718,1	2262,2
Euronext	2930,1	2446,7	2832,2	3583,9	3319,1	3305,9	3463,8	4392,9
Англия	3613,1	3266,4	3396,5	4428,9	4012,9	3878,8	3467,4	4455,4
Швейцария	1229,3	1089,5	1233,4	1540,7	1495,3	1519,3	1414,7	1686,5

9.1-жадвалда келтирилган маълумотларидан, молия бозорларини ўта нотекис ривожланиши, рақобатни кучлилиги, алоҳида мамлакатлар улушларини барқарор эмаслигини кўриш мумкин.

Индустриал ва ривожланаётган давлатлар ҳамда уларнинг молия бозорларини йиллик капиталлашув даражаси кескин фарқланади. Бугунги кунда, Франция, Испания, Гонконг, Индонезия, Хитой, Туркия, Мексика, Ҳиндистон ва Россия каби давлатлар ўз салмоғини тез оширган. Бир қотор ривожланган давлатларда (Швейцария, Германия, АҚШ) ва баъзи ривожланаётган мамлакатларда (Бразилия, Ҳиндистон) акциялар бозори ривожланиш суръатлари барқарор ошиб борган. Лекин, ўтган асрнинг 90-йилларида бир қатор мамлакатлар (Япония, Канада, Тайвань, Корея, Малайзия) инвестицион ресурсларни жалб қилиш борасида ўз ўринларини бериб қўйганлар.

[1] World Federation of Exchanges маълумотлари асосида тайёрланган.

2008 йил молиявий иқтисодий инқирозда йирик капиталлашувига эга бўлган мамлакатлар молия бозори ҳисобланган Швейцария, Германия, АҚШнинг таъсири юқори бўлиб, ривожланган бозорларнинг рисклари ва волатиллиги ривожланаётган бозорларникига қараганда анча юқорилиги кузатилди. 2000 йилдан кейин ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда молиявий глобаллашув янги динамикасида банклар ва молиявий ташкилотлар, хусусан, Канада, Хитой ва Япониянинг ташқи фаолиятининг кенгайиб бораётганлиги туфайли кенгаймоқда. Канада ва Япония банклари 2007 йилдан буён хорижий даъволарини икки баробарга оширди, $ 2,3 трлн. ни ташкил этган.

Япония банклари ўзларининг халқаро операцияларини, шу жумладан АҚШда синдикацияланган операцияларда иштирок этишни ва Жанубий-Шарқий Осиёда чакана операцияларини кенгайтиришни кучайтирди. Хитойнинг тўртта йирик тижорат банки 2007 йилдан буён хорижий активларнинг улушини тўрт баробарга оширган хорижий операцияларни жадал равишда кенгайтирди. Ҳозирги кунда бу тўртта банк активлари ташқи бозорларда 1 триллион доллардан ошди, бу жами дунёдаги активларнинг атиги 9 фоизини ташкил этади. Агар Хитой банклари хорижий активлари кўпинча жами активларнинг 20 фоизини ёки ундан кўп қисмини ташкил этадиган бошқа ривожланган мамлакатларда банкларга йўналтирилса, бу Хитой банкларининг ташқи фаолиятида сезиларли даражада кўпайишига олиб келади.

Молия бозорини тенденциялари негизида бир қатор муаммолар мавжудлигини кўриш мумкин. Масалан, молия бозорлари моделларининг кескин фарқланиши, молиявий глобаллашув жараёнларини турли мамлакатларда ҳар хил кечиши, ташқи ва ички фундаментал омилларнинг ҳар хил мамлакатларда турлича таъсири, мамлакатлар ўртасида бозор рискларининг турлича тақсимланиши, жаҳон миқёсида иқтисодий ўсишни пасайиши молия бозорини тенденциясини ўзгаришини кўрсатади.

9.2. Халқаро молия бозорларидаги операциялар

Молия бозорларида уларнинг қатнашчилари томонидан турли операциялар тегишли битишувлар асосида амалга оширилади. Операцияларнинг турлари ҳар бир қатнашчининг молия бозоридаги функциясига мос равишда тартибли тарзда бажарилади. Операциялар молия бозорининг у ёки бу сегментида бажарилишига қараб турланиши мумкин. Масалан, валюта сегментида – валюта операциялари, фонд бозорида – қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар, кредит-пул сегментида – пул, пул воситалари ва кредит операциялари, суғурта бозорида – суғурта операциялари.

Фикримизча, жаҳон молия бозори сегментлари таркибига молиявий активларнинг турлари нуқтаи назаридан муносабатни белгилаш муҳимдир. Жаҳон молия бозори операцияларининг молиявий активлар (ёки воситалар)ини асосий турлари мезони бўйича қуйидаги сегментларни ажратиш мумкин:

- валюта бозори;
- кредит бозори;
- фонд бозори;
- деривативлар (ҳосила воситалари) бозори;
- инвестиция мақсадида харид қилинувчи қимматбаҳо металлар бозори.

Қайд этиш жоизки, гарчи сўнгги йилларда бошқа молия воситаларига етакчи ўринларни берган ҳолда қимматбаҳо металлар ва улар бўйича якуний (ҳосилавий) шартномаларнинг аҳамияти сезиларлича камайган бўлса-да, анъанавий равишда улар жаҳон молия бозори тузилмасига киритилади.

Фикримизча, суғурта, молия бозоридаги фаолият тури ёки хизмат туридир. Суғурта компаниялари маблағларни молиявий воситаларга инвестициялайди, лекин бу фаолиятни пенсия жамғармалари ва институционал инвесторларнинг бошқа турлари ҳам амалга оширади. Суғурта компаниялари ҳар бир давлат, бинобарин умуман жаҳон молия тизимининг таркибий қисми ҳисобланади. Лекин, молия бозорининг қисми ҳисобланмайди. Воситаларнинг тезкорлиги нуқтаи назаридан бошқа мезон муомала

муддати ҳисобланади. Ушбу мезондан келиб чиққан ҳолда пул бозори ва капитал бозорини ажратиш мумкин, улар иккинчи даражани ташкил этади.

Молия воситасининг юзага келиш мезони бўйича учинчи даража, айнан эса: бирламчи ва иккиламчи бозорни ажратиш мумкин. Жаҳон молия бозорни ташкил этиш бўйича тўртинчи даражага алоҳида эътибор бериш керак. Бунда ташкилий (биржа) бозор ва ташкил этилмаган (биржадан ташқари) бозорни ажратиш мумкин.

Жаҳон молия бозорининг муҳим жиҳати сифатида унинг иштирокчилари, яъни унда турли операцияларни амалга оширувчи иқтисодий агентларида намоён бўлади. Шу муносабат билан жаҳон молия бозори ҳақидаги тушунчага институционал нуқтаи назардан фикр билдириш мумкин.

Тижорат банклари, суғурта ва инвеситиция компаниялари, пенсия ва инвестиция жамғармалари, турли давлат тузилмалари, корхона ва ташкилотлар, хусусий шахслар жаҳон молия бозорининг иштирокчилари сифатида намоён бўлади. Турли категориядаги иштирокчилар жаҳон молия бозорида қуйидаги вазифаларни амалга оширади: молиялашни излаш, вақтинча бўш пул маблағларини жойлаштириш, инвестициялаш, шунингдек, олиб-сотиш ёки арбитраж йўли билан қўшимча фойда олиш.

Жаҳон молия бозори иқтисодий агентлар учун катта имкониятлар тақдим этади. Иштирокчиларда миллий бозорлар доирасида пайдо бўлувчи чекловларни четлаб ўтиш истиқболи юзага келади. Бу чекловлар турли кўринишда бўлиши мумкин: молия воситалари ёки молиялаштириш ҳажмининг етарлича бўлмаслиги, пул воситаларини жойлаштириш ёки жалб этишдаги номақбул шароитлар.

Молия бозори сегментларидаги операцияларни умумий ҳолда икки катта гуруҳга ажратиш мумкин: тижорат (бизнес) операциялари, регулятив операциялар. Тижорат операциялари битишув предмети бўйича эмиссион, инвестицион, савдо-сотиқ ва хизмат кўрсатиш операцияларига бўлинади. Регулятив операциялар савдо-сотиқ ва хизмат кўрсатиш операцияларини микро- ва макродаражада тартиблаштиришга (лицензион битишувга асосан регулятив меъёрларга мос равишда) қаратилган бўлиши мумкин. Келтирилган

операциялар турлари ички (миллий) бозорда ва халқаро (ташқи) молия бозорларида бажарилиши мумкин. Молия бозорларида ҳар қандай операцияларни бажариш регулятив тарзда меъёрланган бўлади.

Операцияларнинг ҳажми молия бозоридаги талаб ва таклифга боғлиқ бўлиб, амалга оширилиши сифати эса молия бозори талабларидан келиб чиқади. Эмиссион, инвестицион ва хизмат кўрсатиш (сервис) операциялари молия бозорларининг тегишли қатнашчилари (институтлари) томонидан ва савдо операциялари эса, савдо тизимлари ёрдамида амалга оширилади. Эмиссион, инвестицион, сервис ва савдо операцияларида молия бозорининг барча қатнашчилари меъёрий тарзда белгиланган тартибда бевосита ва билвосита иштирок этадилар.

Жаҳон молия бозорининг сегментлари ўзаро боғлиқ бўлиб, улар ўртасида доимий равишда молиявий ресурсларнинг оқиб ўтиши содир бўлади. Жаҳон молия бозорлари ташкилий жиҳатдан қуйидаги турларга ажратилади:

1. *Расмий ташкил этилган ёпиқ молия бозорлари.* Ушбу бозорларга кириш имконияти чекланган.

2. *Норасмий ташкил этилган очиқ молия бозорлари.* Ушбу бозорларга кириш имконияти чекланмаган.

3. *Бирламчи бозор.* Бу бозорда янги чиқарилган молиявий активлар савдоси амалга оширилади.

4. *Иккиламчи бозор.* Бу бозорда мавжуд молиявий активлар савдоси амалга оширилади.

5. *Доимий бозор.* Бу бозорларда операциялар махсус хоналарда, ускуналарда ва информацион технологиялар ёрдамида хоҳлаган вақтда амалга оширилади ва доимий бўлмаган бозорлар, масалан, кимошди савдолар (аукционлар) ўтказилади.

Миқёсига кўра молия бозорлари: миллий, ҳудудий ва жаҳон бозорларига бўлинади. Жаҳон молия бозори жаҳон бозорининг рақобатчи субъектлари ўртасида товарлар, хизматлар ва капиталларнинг ҳаракатини таъминлаб беради. Бундан ташқари молия бозорлари конъюнктурасининг ҳолати тўғрисида менежерларга зарур қарорларни қабул қилишда ёрдам берувчи турли сигналларни беради. Молиявий ресурслар қуйидаги каналлар бўйича ҳаракатланади:

- товарлар (махсус товар ҳисобга олган ҳолда) ва хизматлар савдосини амалга оширишдаги валюта-кредит ва ҳисоб-китоб хизматлари;
- асосий ва айланма капиталларга хорижий инвестициялар;
- кредит операциялари;
- валюта операциялари;
- қимматбаҳо қоғозлар ва ҳосилавий молиявий дастаклар билан амалга ошириладиган операциялар;
- ривожланаётган мамлакатларга молиявий ёрдам ҳамда халқаро ташкилотларга аъзолик бадали шаклида миллий даромаднинг давлат бюджети орқали қайта тақсимланиши ва бошқалар.

Жаҳон молия бозори турли миллий молия бозорлари асосида юзага келган бўлиб, улар бир-бири билан узвий боғланган. Жаҳон молия бозорининг таркибини ўрганиш ва таҳлил этиш жаҳон молия бозорининг моҳиятини тизимли ўрганишда муҳим аҳамиятга эга. Жаҳон молия бозорининг таркибини савдо қилинадиган молиявий дастаклар, бошқарув ва назорат имкониятлари, молиявий операциялар амалга ошириладиган жой ва институционаллик каби омиллар асосида ўрганиш мумкин. Институционал нуқтаи назардан эса, жаҳон молия бозорининг таркиби унда иштирок этиш характери, мақсади ва инвесторларнинг турига кўра таҳлил этилади. Савдо қилинадиган молиявий дастакларга асосан жаҳон молия бозорининг таркиби валюта, кредит, инвестициялар, суғурта ва фонд бозорларига бўлинади. Ушбу сегментларнинг ягона жаҳон молия бозорига бирлаштирилишига сабаб, уларда амалга ошириладиган операцияларнинг барчаси молиявий ресурслар оқимини юзага келтириши билан боғлиқ. Жаҳон молия бозорининг барча сегментлари молиявий ресурсларнинг эркин ҳаракатини таъминлаб беришга хизмат қилади.

XX аср охири XXI аср бошларида жаҳон молия бозори жадал суръатларда ривожланиб, савдо операцияларида турли янги молиявий дастаклар пайдо бўлди. Ушбу молиявий дастаклар таркибига деривативларни киритиш мумкин. Деривативлар бирор бир молиявий дастакнинг ҳосилавий шакли ҳисобланади. Шуни алоҳида таъкидлаб ўтиш лозимки, бир томондан деривативларнинг пайдо бўлиши валюта ва қимматбаҳо қоғозларнинг курс-

лари бўйича юзага келадиган рискларнинг олдини олиш ҳамда рискларни қайта тақсимлаш имкониятини берган бўлса, бошқа томондан деривативлар жаҳон молия бозорида спекулятив савдолар ҳажмининг ортиб кетишига сабаб бўлди.

Валюталар ва қимматбаҳо қоғозлар курслари бўйича юзага келадиган рискларнинг олдини олиш имкониятининг пайдо бўлиши товар ва хизматлар бозорининг ривожланишига, бу эса жаҳон иқтисодиётининг реал сектори ривожланишига олиб келди. Спекулятив савдолар жаҳон молия бозорларида кунлик савдо ҳажмининг ортиб кетиши, бозорга қўшимча спекулятив ресурсларнинг кириб келиши, «иқтисодиётда совун пуфаги»нинг пайдо бўлиши ва 1994, 1997–1998, 2002, 2008 йилларда халқаро молиявий инқирозларнинг юзага келишига сабаб бўлди.

Жаҳон молия бозори субъектлари операцияларда иштирок этиш характерига кўра бевосита ва билвосита иштирокчиларга ажратилади. Биржа (бошқариладиган) жаҳон молия бозорларида бевосита иштирокчилар гуруҳига ўз ҳисоби, мижозлар ва топшириқномаларига кўра операцияларни амалга оширувчи брокерлар, дилерлар киради. Биржанинг аъзоси бўлмаган мижозлар брокерларга мурожаат қилишади ва улар ўз навбатида билвосита иштирокчилар гуруҳига киради. Биржадан ташқари (бошқарилмайдиган) бозорларда бевосита иштирокчилар гуруҳига йирик маркет-мейкерлардан ташқари барча иштирокчилар билвосита иштирокчилар гуруҳига киради.

Жаҳон молия бозори иштирокчилари иштирок этиш мақсадига кўра хеджерлар ва спекулянтларга бўлинади. Спекулянтлар ўз навбатида трейдерлар ва арбитражларга ажратилади. ***Хеджерлар*** – валюта курсларининг келгусида салбий томонга ўзгаришидан кўриладиган молиявий зарарнинг олдини олиш билан шуғулланувчилардир. ***Спекулянтлар*** – молиявий инструментларнинг курсларидаги фарқ ҳисобига фойда олишни кўзлаган иштирокчилар. ***Трейдерлар*** – молиявий инструментларнинг курслари ўзгаришидан фойдаланган ҳолда бир ёки бир нечта шартномалар асосида фойда олишни кўзлаган жаҳон молия бозори иштирокчиларидир. Бундай операциялар молиявий ресурснинг курси ошиши кутилаётган шароитда сотиб олиш ва кўзланган нуқтада сотиш, молиявий ресурснинг курси тушиши кутилаётган

шароитда эса, уни сотиш ва кўзланган нуқтада сотиб олиш каби шартномалар билан амалга оширилади.

Трейдерлар бозорнинг ликвидлигини оширади. ***Арбитражчилар*** – бир вақтнинг ўзида турли бозорларда, турли нархлар асосида молиявий ресурсни сотиб олиш ва сотиш орқали фойда кўрадиган жаҳон молия бозори иштирокчиларидир. Арбитражчи молиявий инструментларни нархи юқори бўлган бозорда сотади ва нархи паст бўлган бозордан сотиб олади. Нархлардаги фарқ эса, унинг фойдаси ҳисобланади. Арбитражчи ўзининг фаолияти орқали турли молия бозорларидаги нархлар ва курсларнинг тенглашишига, шу билан бирга жаҳон молия бозорининг турли сегментларидаги ўзаро боғлиқ молиявий инструментларнинг паритет нисбатларидаги даромадлилигини тиклашга туртки беради.

Жаҳон молия бозори инвесторлар турига кўра хусусий ва институционал иштирокчиларга ажратилади. ***Хусусий инвесторлар*** – молиявий инструментлар билан операцияларни амалга оширувчи жисмоний шахслар. Охирги 20 йил давомида инвестиция фаолиятида тижорат банклари, пенсия фондлари, суғурта, инвестиция ва молия компаниялари, жамғарма банклари, ўзаро жамғарма компаниялари ва бошқа молия-кредит институтлари ҳамда халқаро молия институтларининг роли ошиб бормокда.

Жаҳон молия марказлари халқаро молиявий ресурслар оқимларининг бир жойга жамланиши ва энг фойдали тармоқларга тақсимланишини таъминлаб берадиган марказлар ҳисобланади. Тарихан улар миллий бозорлар асосида, кейинчалик эса жаҳон валюта, кредит, фонд, олтин бозорлари асосида ташкил топган. Шунинг учун жаҳон молия марказлари таркибида жаҳон молия бозорининг барча сегментлари мавжуд.

Жаҳон молия бозорининг шаклланиши миллий ссуда капиталининг халқаро операциялар орқали байналмилаллашуви туфайли юз берди. Бу жараён XX асрнинг 60-йилларига тўғри келади. Бунгача деярли 40 йил давомида 1929–1933-йиллардаги жаҳон иқтисодий инқирози, Иккинчи жаҳон уруши, валюта чекловлари, депозитлар бўйича ставкалар ва бошқалар қаттиқ назорат остида бўлганлиги учун молия бозори деярли фаолият кўрсатмаган. Буюк депрессия давридан бошлаб, пул бозорлари

қаттиқ назорат килина бошлади. Масалан, АҚШда банклар депозитлари бўйича фоиз тўловлари 1% дан 2,5% гача чегаралаб қўйилган эди. Бунда кредитлар бўйича бозор ставкалари анча юқори бўлиб, капиталларни хорижий банкларга қўйилишига олиб келди. Жаҳон молия бозори ривожланишининг объектив сабаби хўжалик алоқаларининг халқаро даражага кўтарилиши ва миллий молия бозорларининг халқаро операцияларни амалга ошириш имкониятларининг чекланганлиги ҳисобланади.

Жаҳон валюта, кредит, қимматли коғозлар ва олтин бозорлари ривожланишига асосий туртки рақобат муҳити бўлган. Айнан рақобат муҳити молиявий ресурсларнинг халқаро оқими ҳажмини, валюта молия ва тўлов шартларини назорат қилиб, қайта тақсимлаб беради. Лекин, шуни алоҳида таъкидлаб ўтиш лозимки, рақобат муҳити ҳар доим ҳам кутилган натижани беравермайди. Шунинг учун бозор назорати ҳукумат ва ҳукуматлараро назорат тизимлари билан бирлашади.

Ҳукуматлар ва халқаро ташкилотлар жаҳон молия бозорини назорат қилишларидан кўзланган мақсад бу – соҳада инқироз ҳолатлари юзага келишининг олдини олишдан иборат. Халқаро иқтисодий муносабатларнинг ривожланиши, хомашё манбалари, фойдали инвестициялар, янги бозорларга бўлган рақобат курашининг ривожланиши жадал суръатлар билан молиявий ресурсларнинг бир мамлакатдан бошқасига оқиб ўтишига, бундай ресурслар миллий характерининг тобора йўқолиб боришига олиб келди.

Миллий молия бозорлари нисбий мустақиллигини сақлаб қолишган бўлса-да, лекин жаҳон молия бозорлари билан чамбарчас боғланиб бормоқда. Жаҳон молия бозорларининг барқарор суръатларда ўсиши туфайли кенг имкониятларнинг мавжудлиги ва тобора мобиллашиб бориши халқаро иқтисодий муносабатлар тизимидаги муҳим соҳалардан бирига айланди.

Маълумки, бугунги кунда жаҳон иқтисодиёти чукур тизимли инқироз шароитида бўлиб, фонд бозори ва банк тизимининг инқирозга учраши туфайли иқтисодиётнинг барча тармоқларига таъсир кўрсатди. Жаҳон хўжалигининг молиявий секторига кўрсатаётган таъсири инқирознинг миллий иқтисодиётга таъсирини минималлаштириш мақсадида, марказий банклар томонидан молия бозорини доимий равишда кузатиб, таҳлил қилиб бори-

шини талаб этмоқда. Глобал молия бозори халқаро масштабда капиталларнинг ҳаракатини таъминлаб бериши билан жаҳон иқтисодиётининг муҳим элементи бўлиб хизмат қилади.

Бреттон-Вудсда шакллантирилган институтларга (ХВФ ва Жаҳон банки) капиталлар оқимини халқаро миқёсда кенгайтириш ва жадаллаштириш орқали жаҳон савдоси ривожланишига туртки бериш мақсадида асос солинган эди. Жаҳон банки тўғридан тўғри инвестициялар танқислигини тўлдириб туриши, халқаро валюта фонди эса савдодаги дисбалансни бартараф этиш учун молиявий кредитларга бўлган талабни қондириши керак эди.

Иккинчи жаҳон урушидан кейинги даврда аста-секин ташқи савдо ва валюта чекловларини бекор қилиш сиёсати олиб борилди. Жаҳон молия бозоридаги операцияларга давлатнинг аралашув шакли ҳамда даражаси, ҳар бир мамлакатнинг валюта-кредит тизими ва иқтисодиётининг ҳолатидан келиб чиққан ҳолда ўзгариб турар эди. Интеграция жараёнлари ягона фоиз ставкалари тизимининг шаклланиши ва муомаладаги валюталар доирасининг қисқаришига олиб келди. Йирик миллий компаниялар ва банкларнинг трансмиллийлашуви содир бўлди. Айнан шулар қўшимча даромад олиш мақсадида бўш турган активларни хориждаги ишлаб чиқариш ва молия тузилмаларни инвестациялашга туртки бериб, зарурат туғилганда жаҳон молия бозоридан қўшимча капитал қарзга олар эди. Юқори ахборот технологияларининг ривожланиши, турли молия бозорларининг бир-бирларига боғлиқлиги ҳамда уларнинг барчасини АҚШ иқтисодиёти ва молиясига боғлиқлигини кучайтириб юборди. Ўзига хос ривожланиш суръатларига эга бўлган интеграциялашган глобал молия бозори шаклланди. Унинг ичида капиталларнинг доимий ҳаракати рўй бериб, қисқа муддатли қўйилмалар ўрта ва узоқ муддатли кредитларга айланди, қимматли қоғозлар эмиссияси ўрнини оддий банк заёмлари эгаллади.

Қимматли қоғозлар бозори ҳажми кўрсаткичларда ҳисобланадиган даражада спекулятив кенгайиши ва капитал қўйилмалари ҳажмининг кўпайиши юз берди. Ишлаб чиқариш харажатлари ривожланаётган мамлакатлардаги арзон ишчи кучи ва ресурслар ҳисобига товарларнинг таннархига минимал даражада таъсир кўрсата бошлади.

Молия бозорлари тобора иқтисодий реалликдан фарқланиб, валюталар ва қимматли қоғозларнинг нархлари сунъий яратилган нархлар асосида шаклланди. Молия бозорида ноаниқликнинг юзага келиши, хусусан, валюта ва қимматли қоғозларнинг курсларидаги ноаниқлиги рискларни бошқариш механизмларининг ривожланишига туртки берди. Анъанавий молиявий инструментлар янги турдаги қимматли қоғозлар ва мажбуриятлар – бошқа қимматли қоғозларнинг ҳосиласи ҳисобланган деривативлар билан тўлдирилди. Деривативлар валюталар, акциялар ва бошқа активларнинг курслари ўзгариши ҳисобига ўйнаш имкониятини очиб берди. Ушбу бозорнинг хусусияти шундан иборатки, молиявий операциялар олиб борадиган айрим иштирокчиларнинг рискларини қайта тақсимлаш ва пасайтириш орқали унинг фаолияти умумий тизимли рискнинг ошиб кетишига олиб келади.

Деривативлар билан олиб бориладиган транзакциялар, амалда, ҳуқуқий бошқарув тизимига бўйсунмас экан, бу ҳолат кенг миқёсдаги спекулятив операцияларга йўл очиб, хусусан, молия, валюта-кредит соҳасининг реал иқтисодиётдан ажралиб чиқиши жараёнини жадаллаштиради. Бу ажралиш улар ўртасидаги алоқанинг сусайганлигини билдирмайди. Аксинча, боғлиқлик даражаси кенгаяди.

Молиявий операциялар соҳасида капитални аккумуляция қилиш даражаси тобора ўсиб боради, натижада бундай аккумуляция оқибатида тўғридан-тўғри инвестицияларнинг спекулятив активларга айланиши юз беради. Шундай қилиб, жаҳон молия бозори дунёсида «Совун пуфаги» деб номланган феномен юзага келади. Катта ҳажмдаги капиталларнинг назоратсиз ҳаракати асосан қисқа муддатли портфель инвестициялар шаклида юз беради ва уларнинг молиявий спекуляциялар соҳасида концентрацияланиши бутун молия бозори тизимининг беқарорлашувига олиб келади. Бунинг оқибатларини даврий равишда юзага келадиган валюта ва молия тизимидаги инқирозларда кўриш мумкин.

XXI аср бошларида содир бўлаётган воқеалар глобал тенденциялар билан боғлиқ бўлган инқирозларнинг тизимли характерга эга эканлигини тасдиқлади. 2008 йилнинг иккинчи ярмидан

бошлаб, бутун халқаро молия бозори тизимини ларзага келтирган жараёнлар муомаладаги қимматли қоғозлар ва пул массаси ўртасидаги ўзаро боғлиқлик жуда беқарор эканлигини кўрсатиб берди. Ўзаро бир-бири билан узвий боғлиқ бўлган ва бу инқирознинг келгусидаги қайтарилишининг олдини олиб бўлмайдиган қуйидаги муаммоларни санаб ўтиш мумкин:

- ҳосилавий қимматли қоғозлар бозори билан боғлиқ бўлган муаммолар:
- миллий валюта тизимлари билан боғлиқ бўлган муаммолар;
- жаҳон қарздорлик инқирози билан боғлиқ бўлган муаммолар;
- товар ва хизматлар бозорининг очиқлик даражаси билан боғлиқ бўлган муаммолар.

Жаҳон молия бозорини бошқарувчи мавжуд воситалар етарли эмас ва амалда инқироздан чиқишга ёрдам берадиган ёки келгусида рўй бериши мумкин бўлган инқирозларни олдиндан айтиб бера оладиган механизм рецепт мавжуд эмас. Муаммони ҳал қилиш учун бутун жаҳон бўйича иқтисодий ва сиёсий жиҳатдан юқори даражадаги интеграция бўлиши керак. Лекин, амалда жаҳон бозорида рақобатлашувчи Шимолий Америка, Ғарбий Европа, Жануби-Шарқий Осиё ҳудудлари бўйича халқаро ҳудудий, иқтисодий блокларнинг вужудга келиши юз бермоқда. Блокларни шакллантириш жаҳондаги иқтисодий ҳолатнинг беқарорлашувига қарши ўзига хос ҳимоя реакцияси ҳисобланади. Шу билан бирга, Хитой ва Ҳиндистон сингари мамлакатларнинг жаҳон иқтисодиётидаги аҳамияти ортиб, уларнинг яқин келажакда ҳудудий блоклар билан тенглаштириладиган иқтисодий тизимларга айланиши кутилмоқда.

Жаҳон банки ва ХВФ маълумотларига кўра, XX аср охири ва XXI аср бошларида муомалага киритилган халқаро облигацияларнинг қиймати 2,3 трлн. долларни, бутун мамлакатларнинг ташқи қарз мажбуриятлари эса, 3,2 трлн. долларни ташкил қилди. 70-йилларнинг охирида юзага келган ҳосилавий молиявий инструментлар бозори жадал суръатлар билан ривожланиб келмоқда. Улардан энг муҳимлари ҳисобланган фоиз своплари ва опционлари ҳамда заёмлар бўйича валюта свопларининг умумий

қиймати 40 трлн. доллардан ошиб кетган. Бу эса, бизнеснинг нақд пулдаги операцияларининг муддатли операцияларга ва реал соҳадаги операцияларнинг молиявий соҳадаги операцияларга кўчиб ўтишини кўрсатади.

Жаҳон молия бозорининг замонавий таркиби кредит ресурслари операцияларининг охирги иштирокчилари – кредитор ва қарздор турли мамлакатларнинг резидентлари бўйича қайта тақсимлашни тақозо этар эди. Институционал нуқтаи назардан, бозор иштирокчилари – бу халқаро иқтисодий муносабатлар соҳасида ссуда капиталларининг ҳаракатини таъминлаб берувчи молия-кредит ташкилотларидир.

XXI аср бошларида капиталларнинг истеъмолчилари (асосий қарз олувчилари) ҳисобланган корпорациялар ва банкларнинг капитал таркибида қарз инструментларининг улуши ошиб кетди. Қарз олувчиларнинг жаҳон молия бозорига кириши анча соддалаштирилди, операциялар олиб боришга кам харажатлар талаб этилар ва ахборот бериш масаласида талаблар соддалаштирилган эди. Бир вақтнинг ўзида, йирик қарзларни ҳукуматлар оларди. Лекин, улар ўзларининг имижига кўра, жаҳон молия бозорига тўғридан-тўғри мурожаат қила олмайдилар ва бу масала акциядорлик жамиятлари орқали амалга оширилар эди.

Молия бозорларидаги охирги ўн йилликнинг муҳим тенденцияларидан бири – жамоавий инвестициялаш бўйича институционал инвесторларнинг ёки молиявий институтларнинг миқдорий ва сифат ўсиши содир бўлиши ҳисобланади. Суғурта компаниялари, пенсия ва пайлик фондлари, инвестицион компанияларнинг роли ортиб бориб, инвестициялар узоқ муддатли характерга эга бўлган фонд бозорларига қаратилиш жараёни рўй берди. Валюта захираларининг интенсив равишда жамланиши жаҳон молия бозорида марказий банкларнинг инвестор сифатидаги ўрни ва аҳамиятини ошишига олиб келди.

Жаҳон амалиёти кўрсатишича, Марказий банклар мамлакатнинг молиявий ресурсларини самарали бошқаради ва валюта интервенциясини юритади. Ҳар бир марказий банк ўзининг инвестиция сиёсатини олиб боради. Ҳозирда молиявий инструментлар доираси жуда кенг, ўз навбатида, марказий банкларнинг инвестиция портфели дифференциялашмоқда. Ҳосилавий молиявий

инструментлар билан савдо динамик равишда ўсиб бормоқда. Бу эса, тез ўзгарувчи халқаро иқтисодий муносабатлар шароитида молия бозорининг ривожланишини таъминлашга қаратилган янги турдаги молиявий инструментларнинг жадал суръатларда пайдо бўлишига олиб келди.

9.3. Ўзбекистон молия бозорининг жаҳон молия бозорига интеграциялашуви масалалари

Ўзбекистон молия бозори модели англо-саксон ва континентал моделлари элементларини ўз ичига олган. Унга кўра, акциядорлик компаниялари корпоратив бошқарув тизими англо-саксон моделидан фарқли континентал (Германия) моделга асосланган. Шунингдек, ички нодавлат инвестициялар ҳажмини камлиги, хусусийлаштириш механизмининг кам самарали бўлгани ва регуляторларнинг кўп сонлилиги, банклар, суғурта ташкилотлари ва бюджетдан ташқари фондларнинг етарлича инвестицион самара билан ишламаётгани сабабли, барча ўтиш иқтисодиётига мансуб мамлакатлар сингари маълум даражада муаммолар мавжуд.

Ўзбекистон молия бозори тартиблаштириш тизими моделига киради. Унинг хусусияти шундаки, унда ҳозирча банкларнинг, молия институтларининг (инвестиция институтлари, суғурта ташкилотлари, фондлар), институционал инвесторларнинг ва майда чакана инвесторларнинг алоҳида устунлиги кузатилмайди. Молия бозори алоҳида сегментларга (пул, валюталар, корпоратив ва давлат қимматли қоғозлари, суғурта инструментлари, кредит ва банкларнинг бошқа инструментлари бозорларига) эга бўлиб, улар ҳозирда бир-бири билан тўлиқ боғлиқ эмас ва ҳар бири турли ваколатли давлат органлар томонидан алоҳида тартиблаштирилади (мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади).

Буларнинг барчаси миллий молия бозорини жаҳон молия бозорига интеграциялашувини бирмунча қийинлаштирмоқда.

Интеграциялашув жараёнини тезлаштириш учун молия бозори моделидаги муаммоларни келтириб чиқарувчи юқорида кўрсатилган фарқланувчи жиҳатларни бартараф қилиш лозим. Умуман олганда, бу ва бошқа муаммоларнинг мавжудлиги ҳозирда миллий

молия бозори моделини, инфратузилмаси фаолияти ва регулятив механизмини кескин такомиллаштириш зарурлигидан далолат беради. Бунда молиявий глобаллашув жараёнлари талабларини ва интеграциялашув борасидаги жаҳон тажрибасини ҳисобга олиш муҳим аҳамият касб этади.

Ўзбекистон молия бозорини жаҳон молия бозорига интеграциялашуви жараёнларини тезлаштиришда, айниқса қуйидагиларга асосланиш мақсадга мувофиқ:

- Туркия Республикаси Истанбул маркази билан FEAS йўналишлари асосида, 1995 йил сентябрда «Тошкент» РФБ Евро-Осиё биржалари федерацияси қўшилди. Шунинг учун, бирламчи бозорининг электрон савдо тизимини жорий қилган, савдо жараёнида биржа операцияларини автоматик экран билан бир ҳафтада беш марта савдо қилиш имконини берди;
- 2004 йилнинг июль ойида Лондонда «Тошкент» РФБ вакиллари билан ўтказилган учрашув натижасида Буюк Британия ва Ўзбекистон ўртасидаги ҳамкорликни чуқурлаштиришга кўмак бериш мақсадида Лондон фонд биржаси (LSE) ва «Тошкент» РФБ ўртасида ҳамкорлик шартномаси имзоланди. Ўзбекистон халқаро капитал бозорларига киришда, зарур бўлган ҳужжатларга тайёргарлик кўриш жараёнида ҳар қандай биржага киришни истаган компанияларга ёрдам бериш, шунингдек, тегишли талабларга мувофиқ Корпоратив бошқарувнинг энг яхши амалиёти, Лондон фонд биржаси листинг компаниялари тўғрисида Ўзбекистон Республикасининг имкониятлари кўрсатилди;
- интеграциялашнинг муҳим йўналиши шерикчилик ва ахборот алмашиш мақсадида МДҲ давлатлари билан ўзаро алоқалар. Шу муносабат билан, 2001 йил 28 сентябрда «Тошкент» РФБ Львов (Украина) уюшмасининг навбатдаги умумий йиғилишида МДҲ мамлакатлари Халқаро биржалар ассоциациясининг аъзоси сифатида қабул қилинди. Ҳар йили МДҲ мамлакатлари Халқаро биржалар уюшмасининг расмий тадбирларида ва мажлисларида «Тошкент» РФБ вакиллари мунтазам равишда биржа ишини ривожлантириш ҳолати тўғрисида маълумот алмашадилар;

- МДҲ мамлакатларининг Халқаро валюта биржалари доирасида валюта алмашувлар ва депозитарийлар билан меморандумлар имзоланди: Украинанинг Миллий депозитарийси – 2003 йил, Украина банклараро валюта биржаси – 2004 йил, Санкт-Петербург валюта биржаси билан – 2004 йил, Москва банклар биржаси валюта айрибошлаш – 2005 йил;
- Корея фонд биржаси Ўзбекистон фонд бозори учун дастурий таъминот, сервер ва телекоммуникация хизматларини кўрсатиш, маҳаллий мутахассисларни ўқитиш, бир йил давомида кафолатли хизмат кўрсатиш, қонунчилик базасини такомиллаштиришда кўмаклашишни ўз ичига олган Ягона дастурий-техник комплексни етказиб бериши ва жорий этилди. Шундан келиб чиққан ҳолда, Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси қонунига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш ҳақида»ги қонуни қабул қилинди. «Тошкент» РФБ халқаро интеграциясини ривожлантиришнинг муҳим босқичи – Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2012 йил 19 мартдаги «Қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш бўйича чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-1727-сонли қарори ҳисобланади. Мазкур қарорга биноан «Тошкент» РФБнинг устав капиталини 45 млрд. сўмга оширилди ва Корея фонд биржаси «Тошкент» РФБ да 25% миқдорида бирламчи акцияларига эга бўлади ва унинг эвазига Қимматбаҳо қоғозлар бозори учун умумий қиймати камида 6 млн. АҚШ доллар бўлган битта дастурий-техник комплекс сотиб олди. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришга доир кенг кўламли чора-тадбирлар амалга оширилаётгани ва улар салмоқли натижалар бераётгани қайд этилди. Шу боис, бугунги кунда Корея фонд биржаси катта истиқболга эга мазкур бозорни модернизация қилиш жараёнида фаол иштирок этмоқда. Бу борадаги ўзаро манфаатли ҳамкорлик Ўзбекистон фонд бозорини жаҳон стандартлари даражасига кўтариш имконини беради.

Бугунги кунда молия бозорини интеграциялашувини кучайтириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси халқаро суверен кредит рейтинг олиш ва суверен облигациялар чиқарилишидан кўзлан-

ган мақсад, хусусий сектор инвесторларини жалб қилиш орқали молиявий манбалар таъминлашдан иборатдир.

Ўзбекистон Республикасининг молия бозорлари жаҳон молия бозорларига интеграцияси кучли бўлмаганлиги ички молия бозорларида хорижий инвесторлар улуши ўта паст даражада бўлиб, бунинг сабаблари ички молия бозорлари ривожланмагани ва капитал назоратининг мавжудлигидир. Келажакда ички молия бозорларининг ривожланиши ва капитал назоратининг эркинлаштирилиши хорижий портфель инвесторларининг оқими ошишига олиб келади. Ички молия бозорида хорижий инвесторлар улушининг 40 фоизгача ортиши ижобий жараён сифатида таснифланиши керак. Қолаверса, Ўзбекистон Республикаси ташқи қарз миқдорининг пастлиги, олтин-валюта захираларининг юқори даражада ҳамда жорий ҳисоб ҳолатининг барқарор эканлиги аҳамиятлидир. Ташқи қарзларнинг катта қисми узоқ, яъни 10 йилдан ортиқ муддатли эканлиги яқин 10 йил ичида ташқи қарз тўловлари бўйича босимнинг мавжуд эмаслигини англатади.

Ўзбекистон молия бозори жаҳон молия бозори билан интеграциялашувида қуйидагиларни амалга ошириши лозим: «Тошкент» РФБдаги активларнинг Европа, Токио ва Лондон фонд биржалари талабларига мувофиқ, мазкур активлардан йирик инвестиция банклар андеррайтинг хизматларидан фойдаланган ҳолда, ушбу биржаларга активларни жойлаштириш кўзда тутилган. Натижада, Лондон фонд биржасининг активларини баҳолаш услубиёти «Тошкент» РФБ активларни баҳолашда фойдаланилади. Лондон фонд биржасидаги активларини баҳолашда кўп омилли моделлардан фойдаланилади. Унга асосан, фонд бозоридаги компанияларнинг капиталлашуви, компанияларнинг акциялари бозор қийматининг кўтарилиши, компаниянинг фойдаси ва молиявий кўрсаткичларини инобатга олган ҳолда баҳоланади.

Бу эса, ўз навбатида, мамлакатимиз фонд биржасини, қолаверса, фонд бозорини ҳалқаро фонд бозорларига интеграциялашувини жадаллаштиради. Бугунги кунда, «Тошкент» РФБнинг активларини баҳолашда бозор индекси ва акциядорлик жамиятларининг акциялари қийматдан фойдаланса бўлади. Лекин, келажакда мамлакатимиз фонд биржасининг ривожланиши натижа-

сида фонд бозоридаги акциядорлик жамиятларининг акциялари бозор қийматига фақат бозор индекси орқали таъсир қилмайди.

Ривожланган мамлакатларнинг фонд бозорларидаги активлари мазкур кўрсаткичлар инобатга олинган ҳолда баҳоланади. Бу эса, инвесторларга тўлиқ, аниқ ва шаффоф ҳамда тезкор маълумот олишни таъминлайди. Тараққий этган мамлакатлар фонд бозорларидаги акцияларнинг бозор қиймати, макроиқтисодий кўрсаткичлари билан чамбарчас боғлиқдир. Бу шуни англатадики, фонд бозорларидаги ўзгаришлар мамлакат иқтисодиётига бевосита таъсир этади.

Ўзбекистонда яқин келажакда молия бозорининг интеграциялашуви ва Марказий банкнинг очиқ бозор операцияларининг амалга ошириши мамлакатимиздаги молия бозори билан иқтисодиётнинг чамбарчас боғланишига олиб келади. Бунинг натижасида, мамлакатимиздаги макроиқтисодий кўрсаткичларга фонд биржаси таъсир эта бошлайди. Шундан келиб чиққан ҳолда, мамлакатимиз фонд бозоридаги активларни баҳолашда арбитраж активларни баҳолаш услубидан фойдаланса бўлади. Жумладан, ривожланган мамлакатларда, хусусан АҚШ фонд бозорлари активларини баҳолашда макроиқтисодий кўрсаткичлардан фойдаланиб, мазкур усулдан кенг фойдаланилади.

Мамлакатимиз фонд бозоридаги активларни баҳолашда яқин келажакда АҚШ фонд бозорида қўлланилаётган усуллардан фойдаланишимиз, ўз навбатида, фонд бозоридаги активларни баҳолашнинг такомиллашувига олиб келади.

«Тошкент» РФБнинг активларини баҳолашда фонд бозори индексини табақалаштирилган ҳолда ёки тармоқларга ажратилган ҳолда алоҳида индексни жорий қилиниши лозим. Чунки, ривожланган мамлакатларда фонд бозорларида фақат ягона индекс юритилмайди, балки маълум тармоқлар бўйича индекслар мавжудлигини кўришимиз мумкин. Мисол учун, АҚШдаги Нью-Йорк ва Доу Джонс фонд биржа индекслари ва Лондон фонд биржасида FTSE 100, FTSE 250 ва FTSE 350 фонд бозори индекслари каби ўнлаб индекслар мавжудлигини кўришимиз мумкин. Италия фонд биржасида эса, кичик капиталлашувига эга бўлган компанияларнинг бозор индекси алоҳида,

йирик капиталлашувига эга бўлган компанияларнинг бозор индекси алоҳида эканлигини кўрсатади.

«Тошкент» РФБда фақатгина битта фонд бозори индекси мавжудлиги, фонд бозоридаги активларни баҳолашда қийинчиликларга олиб келмоқда. Шунинг учун «Тошкент» РФБда тармоқлар миқёсида бозор индексини жорий қилишни амалга ошириш лозим.

Назорат учун саволлар

1. *Жаҳон молия бозорининг ривожланиш босқичлари нималардан иборат?*
2. *Халқаро молия бозорининг асосий вазифаларини санаб беринг.*
3. *Халқаро молия бозорларининг таснифи ва тавсифи ҳақида гапириб беринг.*
4. *Халқаро молия бозорларида деривватив қимматли қоғозларнинг аҳамиятини тушунтириб беринг.*
5. *Ўзбекистон молия бозорининг интеграциялашуви жараёни ҳақида гапириб беринг.*
6. *Осиё молиявий инқирози ҳақида гапириб беринг.*
7. *Халқаро кредит бозорини хусусиятлари нималардан иборат?*
8. *Халқаро деривативлар бозори ҳақида гапириб беринг.*
9. *Халқаро валюта бозори хусусиятлари нималардан иборат?*
10. *Халқаро суғурта бозори хусусиятлари ҳақида гапириб беринг.*

10-БОБ

ИНВЕСТИЦИЯ ХАҚИДА ТУШУНЧА ВА УНИНГ ИҚТИСОДИЙ МОҲИЯТИ

10.1. Инвестиция тушунчаси ва иқтисодий моҳияти

«Инвестиция» атамаси лотин тилидаги «*invest*» сўзидан келиб чиққан бўлиб «*қўйиш*», «*маблағни сафарбар этиш*», «*капитал қўйилмаси*» маъносини беради. Кенг маънода инвестиция маблағни кўпайтириб ва қайтариб олиш мақсадида капитални сафарбар этишни билдиради. Яъни, «келажакда катта миқдордаги маблағ олиш учун бугун пулдан воз кечиш» деган маънони англатади. Одатда, бу жараён иккита омил билан боғлиқ – вақт ва риск. Кўпгина ҳолларда «инвестиция» тушунчаси иқтисодий ва бошқа фаолият объектларига киритиладиган моддий ва номоддий неъматлар ҳамда уларга доир ҳуқуқлар тарзида таърифланади. Инвестиция киритишдан асосий мақсад даромад олиш ва ижобий ижтимоий самарага эришишдир.

Инвестициялар – бу ҳали буюмлашмаган, лекин ишлаб чиқариш воситаларига қўйилган капитал. Ўзининг молиявий шаклига кўра, улар фойда олиш мақсадида хўжалик фаолиятига қўйилган активлар ҳисобланса, иқтисодий хусусиятига кўра, у янги корхоналар қуришга, узоқ муддатли хизмат кўрсатувчи машина ва асбоб ускуналарга, ҳамда шу билан боғлиқ бўлган айланма капиталнинг ўзгаришига кетган харажатлардир.

Инвестицияларнинг иқтисодий мазмун-моҳияти тўғрисида иқтисодчи олимлар ўртасида хилма-хил фикрлар мавжуд. Инвестицияларга тугалланган бир таъриф берилмаган. Ҳар бир тадқиқотчи ушбу категорияга нисбатан ўз ёндашув услуби ва фикрига эга эканлиги билан ажралиб туради.

Инвестициялар назарияси ўзининг тарихий ривожланиш жараёнида бир қанча босқичларни босиб ўтди. В.В. Аладьиннинг фикрича, инвестицияларнинг дастлабки белгиларини Австрия иқтисодчилари мактабининг илмий ишларида кўриш мумкин (Бем-Баверк)[1].

---

[1] *В.В.Аладьин*. Инвестиционная деятельность субъектов Российской федерации. – М.: «Социум», 2002. 17-б.

Муаллифнинг фикрича, ўтган асрнинг 20–30-йилларига келиб, молия назариясининг фан сифатида пайдо бўлиши билан И.Фишернинг фоиз ставкалари назарияси илмий иши дунёга келди.

Эдвин Дж. Долан, Колин Д. Кэмпбелл, Розмари Дж. Кэмпбелларнинг фикрларига кўра, замонавий бозор иқтисодиёти шароитида оила хўжалигининг йиллик харажатлари ҳажми даромадлардан кичик бўлади. Оила хўжалигининг товарлар ва хизматлар, шунингдек, бошқа солиқлар ҳамда тўловлардан ортган даромадлари ***жамғарма*** деб аталади. Маълумки, социалистик иқтисодиётда жамғармалар ҳақида гап борганда фақат аҳоли ихтиёридаги бўш турган пул маблағлари тушунилиб келинар эди. Ваҳоланки, замонавий бозор иқтисодиёти шароитида жамғармалар корхоналар ва давлат ихтиёрида ҳам бўлиши мумкин.

Инвестициялар капитал қўйилмалар шаклида ҳам амалга оширилади, ҳамда ўзидаги янги қурилишларга, кенгайтиришга, реконструкцияга ва фаолият кўрсатаётган корхоналарни техник қайта жиҳозлашга, ускуналар, инвентарлар, лойиҳавий маҳсулотлар сотиб олишга сарф-харажатларни мужассамлаштиради. Иқтисодий фанлар ва амалиёт «инвестиция» ва «капитал қўйилма» терминлари бир хил тушунча, яъни синоним сўзлар эмаслигини таъкидлайди. Инвестициялар капитал қўйилмага нисбатан кенг мазмунли, қамровли тушунчадир. Ғарб адабиётларида инвестициялар борасида сўз юритилганда асосий эътибор фонд бозорига қаратилади, чунки ривожланган мамлакатларда инвестициялар асосан қимматли қоғозлар орқали амалга оширилади.

Хорижий иқтисодий адабиётларда инвестиция ва инвестициялаш муаммолари Дж.Кейнс, П.Массе, К.Макконел, С.Брю, Э.Долан, У.Шарп ва бошқа олимлар илмий ишларида кенг миқёсда ёритиб берилган.

У.Шарп инвестицияларга қуйидагича таъриф беради: «Реал инвестициялар асосан моддий активларга (ер, ускуналар, заводлар) қилинган инвестициялардир. Молиявий инвестициялар бу қоғозда битилган шартномалардир. Буларга оддий акциялар ва облигациялар киради. Ривожланаётган иқтисодиётда инвестицияларнинг асосий қисми реал инвестицияларга тегишлидир. Ривожланган иқтисодиётда эса, инвестицияларнинг асосий қисми молиявий инвестициялаш институтларининг кенг миқёсида ривожланиши реал

инвестицияларнинг ўсишига сабабчи бўлади. Инвестицияларнинг бу икки хил шакли бир-бири билан рақобатлашувчи эмас, балки бир-бирини тўлдирувчидир»[1].

Француз олими П.Массе ва инглиз олими Дж.Кейнснинг инвестиция моҳиятини аниқлашдаги мавжуд тафовутларда умумий методологик ёндашуви ифодаланган. Шундай экан, П.Массе таъкидлайди: «инвестициялаш бугунги кундаги эҳтиёжнинг қондирилишини манфаат ёрдами билан унинг келажакда кутилаётганини алмашув актини ўзида ифодалайди»[2]. Ушбу таърифда инвестициянинг икки томонлама моҳияти – ресурсларга сарфлар ва бу сарфларнинг натижалари ёритиб берилган. Дж.Кейнс фикрича, инвестиция ушбу даврга даромадлар, яъни эҳтиёж учун фойдаланилмайдиган қисмини ўзида ифодалайди. Бу «алоҳида шахс ёки корпорациянинг қандайдир эски ёки янги мол-мулк харидини, қайсики янги инвестициялар даромад ҳисобига турли кўринишдаги капитал мол-мулк харидини» ифодалайди.[3]

Дж.Кейнс назариясида инвестиция ва жамғариш ўртасидаги алоқадорлик битта ҳодисанинг икки томони сифатида аниқ кўрсатиб берилган.

Кейнс назарияси бўйича инвестициялаш мазмуни бўйича шундай хулоса чиқариш мумкинки, ривожланган иқтисодий тизимда инвестициялаш ва жамғариш категориялари алоҳида функциялари билан ажралиб туради. Жамғарманинг муайян қисмини бевосита инвестициялаш мумкин, бу асосий жамғарма кичик ва хусусий корхоналар, фермер хўжаликлари маблағларининг қолган қисми келажакдаги сарфлар (истеъмол ва инвестицион) учун иқтисодий муносабат субъектларида сақланади.

Кейнс одамларнинг жамғаришга бўлган мойиллигининг ортиб боришини уларнинг истеъмолга бўлган мойиллигининг камайишида деб билади. Унумли истеъмол молларига бўлган талабнинг пастлигига сабаб эса инвестицияларни рағбатлантиришнинг

---

[1] *У.Шарп, Г.Александер, Дж.Бейли.* Инвестиции. Пер. с англ. – М.: «ИНФРА-М», 1997. 7-б.

[2] *П.Массе.* Критерии и методы оптимального определения капиталовложений / Пер.с фр. – М.: «Статистика», 1971. 160-б.

[3] *Н.Я.Коваленко.* Экономика сельского хозяйство. С основами аграрных рынков. Курс лекций. – М.: Ассоциация авторов и издателей. ТАНДЕМ: Изд. ЭКМОС, 1998. 448-б.

етарли эмаслигида деб ҳисоблайди. Унинг талқинидаги самарали талаб ҳажмининг етарли эмаслиги муқаррар равишда инвестиция жараёнининг сустлиги билан изоҳланади, бунга сабаб тадқиқотларнинг капитал қўйилмаларга камроқ қизиқишидир.

К.Макконел ва С.Брю инвестицияниг моҳиятини кейнсчилар моделининг идрокида деб ҳисоблайдилар, шунинг учун инвестицияга микроиқтисодий нуқтаи назардан қараб чиқадилар.[1] Муаллифлар ўзларининг қарашларида «ялпи хусусий ички инвестициялар» тушунчасини «америкалик ишбилармон фирмаларнинг инвестицион сарфлари» деб айтадилар ҳамда улар қуйидагиларни ўз ичига олади: машиналарга барча охирги харидлар, барча қурилишлар, истеъмол қилинмаган маҳсулотлар.

Э.Д. Долан ва Д.С. Линдсейлар инвестиция моҳиятини микроиқтисодий нуқтаи назардан талқин қилиб, улар инвестициянинг мазмунини «шаклланаётган иқтисодий тизимда капитал ҳажмининг ўсиши, одамлар амал қиладиган ишлаб чиқариш ресурслари таклифини юксалишида» деб таъкидлайдилар.[2]

Шунингдек, инвестицияларга нисбатан россиялик иқтисодчи олимлар ҳам ўз ёндашувларини беришган.

Г.С.Вечканов, Г.Р.Вечкановалар таъкидлайдики, инвестиция – бу фойда олиш мақсади билан мамлакатда ёки хорижда халқ хўжалигининг турли тармоқларига давлат ёки хусусий капиталнинг узоқ муддатли қўйилмаларидир.

В.В.Бочаров ҳисоблайдики, инвестиция тадбиркорлик ва бошқа кўринишдаги фаолият объектларига қўйилган барча турдаги мулкий ва интеллектуал қимматликлар бўлиб, натижада фойда (даромад) юзага келади ёки ижтимоий самарага эришилади.[3]

Ф.С.Тумусов инвестициянинг моҳиятини ёритишда қуйидагича таъриф берган: «инвестиция пул маблағлари сарфи, даромад қисми сифатида, жорий истеъмолда эмас, балки такрор ишлаб чиқаришдаги барча ижтимоий ва индивидуал капиталдан фойдаланишни ва натижада пировард мақсад бўлиб янги, бир мунча юқори даромад олиш ёки келажакда ижтимоий самарага эришиш-

---

[1] *К.Р.Макконнелл, С.Л.Брю.* Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2-х т.: Пер. С англ. 11-го изд. Т. 1. – М.: «Республика», 1992. 399-б.

[2] *Э.Дж.Долан, Д.Е.Линдсей.* Микроэкономика. – СПб.: 1994. 448-б.

[3] *В.В.Бочаров.* Финансово-кредитные методы регулирования инвестиций. – М: «Финансы и статистика», 1999. 144-б.

ни ифодалайди». Ушбу таърифда муаллиф нафақат ресурс, балки сарфлар ёндашувида бирга қўшишга ҳаракат қилиб, инвестицияни бир томонда ишлаб чиқариш фаолиятининг натижаси, иккинчи томондан, маълум вақтга истеъмолда фойдаланилмайдиган даромад қисми сифатида тушунтиради.

С.С.Боргаяковнинг фикрича, инвестицияларни мақсадга мувофиқ икки жиҳати қараб чиқилади: захира категорияси сифатида ва оқим категорияси сифатида. Инвестициянинг моҳияти бўйича турли ёндашувлардан фарқли равишда муаллиф кўрсаткичларни ўлчашнинг даврий жиҳатини бош мезон деб ҳисоблайди. Агар инвестицион кўрсаткичларни вақтга боғлиқ бўлмаган ҳолда ўлчаш мумкин бўлса (жамғарма ҳажми, капитал мулк миқдори, маҳсулот миқдори ва ҳакозо), унда бу категория захира, акс ҳолда, мазкур кўрсаткич қандайдир динамик категория сифатида вақтга боғлиқ равишда ўлчанса, унда бу оқим категорияга тегишлидир. Бундай ёндашув, бизнинг фикримизча, бир мунча «капитал қўйилмалар» ва «инвестиция» моҳиятининг боғлиқлигини ифода этади.

Инвестиция тушунчасига ягона ва тўлиқ таъриф бериш учун уни кенгроқ кўриб чиқиш лозим. Иқтисодий фаннинг турли қисмларида ва амалий фаолиятнинг турли соҳаларида инвестиция мазмуни ўзининг хусусиятларига эга.

Макроиқтисодиётда инвестициялар ишлаб чиқаришдаги янги воситаларга, турар-жойларга инвестициялар ва моддий захираларининг ўсишига қилинадиган харажатлардан ташкил топадиган ялпи харажатларнинг бир қисми ҳисобланади. Инвестициялар – жорий даврда истеъмол қилинмаган ва иқтисодиётда капитал ўсишини таъминловчи ЯИМнинг бир қисмидир.

Сўнги йиллар давомида бозор ислоҳотларини ривожланиши натижасида «инвестициялар» атамаси кенг қўлланиладиган тушунчалардан бири бўлиб қолди.

Ўзбекистон Республикасида инвестиция хусусида қонуний ҳужжатлар 1991 йилдан бошлаб қабул қилинди ва ўтган вақт мобайнида такомиллаштирилди.

Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрда қабул қилинган «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги қонунида инвестицияларга қуйидагича таъриф берилган:

Инвестициялар – инвестор томонидан фойда олиш мақсадида ижтимоий соҳа, тадбиркорлик, илмий ва бошқа фаолият турлари объектларига таваккалчиликлар асосида киритиладиган моддий ва номоддий бойликлар ҳамда уларга бўлган ҳуқуқлар, шу жумладан интеллектуал мулк объектларига бўлган ҳуқуқлар, шунингдек реинвестициялар бўлиб, улар қуйидагиларни ўз ичига олиши мумкин:

- маблағларни, шу жумладан пул маблағларини (шу жумладан чет эл валютасини), мақсадли банк омонатларини, пайларни, улушларни, акцияларни, облигацияларни, векселлар ва бошқа қимматли қоғозларни;
- кўчар ва кўчмас мол-мулкни (бинолар, иншоотлар, ускуналар, машиналар ва бошқа моддий қимматликларни);
- интеллектуал мулкка доир мулкий ҳуқуқларни, шу жумладан у ёки бу ишлаб чиқариш турини ташкил этиш учун зарур бўлган, техник ҳужжатлар, кўникмалар ва ишлаб чиқариш тажрибаси тарзида расмийлаштирилган, патентланган ёки патентланмаган (ноу-хау) техник, технологик, тижоратга оид ва бошқа билимларни, шунингдек Ўзбекистон Республикасининг қонун ҳужжатларида тақиқланмаган бошқа қимматликларни.

Ушбу иқтисодий тариф инвестициянинг бозор иқтисодиёти шароитида тўлалигича фаолият кўрсатишини аниқ тасдиқлайди. Жумладан, унда, биринчидан, инвестициянинг ўзига ва инвестиция фаолиятининг объектларига кенг таъриф берилган; иккинчидан, инвестициянинг бевосита иқтисодий ва ижтимоий самара олишга муқаррар боғлиқлиги таъкидлаб ўтилган. Демак, инвестицияга бозор муносабатларидан келиб чиқиб берилган тарифнинг ўзидаёқ инвестицион жараённинг ҳажми, асосий босқичлари, яъни жамғармалар (ресурслар), қўйилма маблағлар (сарф-харажатлар), самара (даромад, фойда) аниқ ва равшан кўрсатиб ўтилган. Худди шу каби ёндашув инвестицион фаолиятнинг бозор муносабатларига ўтиши учун замин яратади, бу эса, молиявий моддий ва ақлий бойликларни қайта тақсимлашнинг вертикал ва горизонтал усулларидан бир хилда фойдаланишни таъминлаб беради.

Ўзбекистон иқтисодиётида инвестицияларнинг аҳамияти жиҳатидан бир қатор иқтисодчи олимларнинг назарий қарашлари мавжуд. Жумладан, Ш.Шодмонов, У.Ғафуровларнинг фикрича,

«Инвестициялар – асосий ва айланма капитални қайта тиклаш ва кўпайтиришга, ишлаб чиқариш қувватларини кенгайтиришга қилинган сарфларнинг пул шаклидаги кўринишидир»[1]. Проф. Д.Ғ.Ғозибеков инвестицияларнинг иқтисодий мазмун-моҳиятини молиявий категория сифатида талқин этиб, қуйидагича таъриф бериб ўтган: «Инвестицияларнинг мазмуни аниқ ва ишончли манбалардан маблағлар олиш, уларни асосли ҳолда сафарбар этиш, рисклар даражасини ҳисобга олган ҳолда капитал қийматини сақлаш ва кўзланган самарани олишдан иборат бўлади»[2]. Проф. Н.Ҳ.Ҳайдаров инвестициялар мазмун-моҳиятига қуйидаги таърифни беради: «Инвестиция – бу мулк шаклидан қатъий назар, тадбиркорлик асосида фаолият кўрсатаётган жисмоний ва юридик шахслар ёки давлатнинг иқтисодий ва ижтимоий самара олиш мақсадида ўз бойликларини қонун доирасида бўлган ҳар қандай тадбиркорлик объектига сарфлашидир»[3].

Д.Тожибоеванинг фикрича, инвестиция деганда келажакдаги натижа учун: ишлаб чиқаришни кенгайтириш ёки қайта таъмирлаш, маҳсулот ва хизматларнинг сифатини яхшилаш, малакали мутахассислар тайёрлаш ва илмий тадқиқот ишлари олиб боришга мўлжалланган молиявий ресурслар тушунилади.[4]

Муаллиф фикрича, иқтисодиётни ривожлантиришда инвестициялар етакчи роль ўйнайди, сабаби инвестиция орқали корхоналар капитал жамғарилишига, натижада мамлакатнинг ишлаб чиқариш имкониятларини кенгайтириш ва иқтисодий ўсишга эришилади.

Б.А.Абдукаримов, А.Н.Жабриев, М.К.Пардаевларнинг фикрича, «инвестиция – бу молиявий (пул) ёки реал капиталга маблағ қўйиш. У пул маблағлари, кредит, қимматбаҳо қоғоз шаклида олиб борилади ва кўчма, кўчма бўлмаган мол-мулкка, интеллектуал мулкка,

---

[1] *Ш.Шодмонов, У.Ғофуров.* Иқтисодиёт назарияси. Дарслик. – Т.: «Иқтисод-молия», 2010. 347-б.

[2] *Д.Ғ.Ғозибеков.* Инвестицияларни молиялаштириш масалалари. – Т.: «Молия». 2013. 26-б.

[3] *Н.Ҳ.Ҳайдаров.* Иқтисодиётни эркинлаштириш шароитида корхоналар инвестицион фаолиятидаги молия-солиқ муносабатларини такомиллаштириш масалалари. и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Т.: 2003. 29-б.

[4] *Д.Тожибоев.* Иқтисодий назария (иккинчи китоб). – Т.: «Шарқ», 2003. 79-б.

неъматларга бўлган ҳуқуққа ва бошқа қийматликларга қўйилади, яъни корхонанинг барча активларига ишлатилади»[1].

Б.С.Маматов, Д.Ю.Хужамкулов ва О.Ш.Нурбековлар хулосасига кўра, фойда ёки ижобий натижага эришиш мақсадида субъектлар томонидан харажатлар тарзида иқтисодий ва бошқа фаолият объектларига жойлаштирувчи турли кўринишларга эга бойликларга инвестициялар дейилади.[2]

Р.И. Каюмов ва Р.Х. Хожиматов фикрича, инвестиция деганда кўп қиррали фаолиятни тушуниш лозим ва у бўш бўлган молиявий маблағларни келажакда моддий ва молиявий бойликни яратувчи объектларга сарфлашни ифодалайди.[3] Шунингдек, ушбу ёндашувга яқин бошқа муаллифлар фикрига кўра, инвестициялар – бўш турган капитални иқтисодий-ижтимоий самара олиш учун ҳаракатга келтиришдир.[4]

Инвестициялар деганда барча турдаги миллий ва интеллектуал бойликлар тушунилиб, улар тадбиркорлик фаолияти объектларига йўналтирилиб даромад келтириши ёки бирор-бир ижобий самарага эришиши зарур.

Инвестиция киритишда, аввало:

- инвестиция фаолияти субъектларнинг мустақиллиги ва ташаббускорлиги;
- киритилаётган моддий неъматларга инвестиция мақомини бериш (фуқаро ўзининг эҳтиёжларини қондириш учун олган буюмлари инвестиция бўла олмайди);
- қонун билан белгиланган инвестиция фаолиятини амалга ошириш имконияти яратилиши зарур бўлиб ҳисобланади.

Инвестициялар – бу янги корхоналар қурилишига, машина ва асбоб-ускуналар сотиб олишга, яъни янги капитални барпо этишга кетган харажатлардир. Инвестицияга кетган харажатнинг миқдори икки омилга боғлиқ: *биринчиси* – соф фойданинг кутилаётган

---

[3] *Б.А.Абдукаримов ва бошқалар*. Корхона иқтисодиёти. Дарслик. – Т.: «Фан», 2005. 241-б.

[4] *B.S.Mamatov, D.Yu.Xujamkulov, O.Sh.Nurbekov*. Investitsiyalarni tashkil etish va moliyalashtirish. Darslik. – T.: «Iqtisod-Moliya», 2014. 12-b.

[1] *Р.И.Каюмов, Р.Х.Хожиматов*. Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш. Дарслик. – Т.: ТДИУ, 2010. 17-б.

[2] *Sh.Q.Fozilchayev, N.G'.Xidirov*. Investitsiya va lizing asoslari. O'quv qo'llanma. – T.: «Iqtisod-Moliya», 2018. 7-b.

меъёри, уни тадбиркорлар инвестицияга кетган харажатларидан олишни мўлжаллайди; *иккинчиси* – фоиз ставкаси ёки тадбиркор реал капитални сотиб олишга зарур бўлган пулга эга бўлиши учун тўлаши лозим бўлган баҳо. Агарда, кутилаётган фойда меъёри фоиз ставкасидан юқори бўлса, инвестициялаш фойдали ва аксинча, фоиз ставкаси кутилаётган фойда меъёридан юқори бўлса, инвестициялаш фойдали бўлмай қолади.

Инвестиция мамлакат иқтисодиётини ривожлантириш учун зарур бўлган механизмларни таъминлайди. Бошқача қилиб айтганда, инвестициялар капитал қийматининг ўсишини ва даромад келтиришини таъминлайди.

Демак, инвестиция тушунчасининг моҳиятини ёритганда уни жамғариш, қўйиш ва даромад олишдан иборат динамик жараённи олиб қараш лозим. Инвестициянинг бундай доиравий ҳаракати асосан инвестицион фаолият орқали амалга оширилади. Кўплаб мамлакатлар хорижий қўйилмаларни жалб этиш мақсадида имтиёзли шароитларни яратади, хусусан, капиталларни сақлаш ва зарарларни қоплашни кафолатлайди, имтиёзли солиқ олишни киритади ва фойдани хорижга эркин ўтказишга рухсат беради, олинган даромадлар ва бошқаларни қайта инвестициялашга шароитлар яратади.[1]

Яқин давргача мамлакатимизда инвестицияни «капитал қўйилма» моҳияти билан айнан бир хил тушунча деб қараб келинди.

Умумқабул қилинган инвестиция (капитал қўйилма) тушунчаси қуйидагилар бўйича ифодаланади: «капитал қўйилма» (ёки капитал сарфи) янги қурилишга ва реконструкцияга сарфланадиган молиявий маблағ; ҳаракатдаги корхоналарни техник қайта қуроллантириш ва кенгайтириш (ишлаб чиқаришга капитал қўйиш), уй жойга, коммунал ва маданий-маиший қурилишлар (ноишлаб чиқаришга капитал қўйиш).

Бунда инвестиция тушунчасининг моҳиятини аниқлашда бозор ва режали иқтисодиётидаги фарқлари ифодаланади. Капитал қўйилманинг юқорида келтирилган изоҳи сарф-харажатлар тавсифини аниқ ифодалайди ва инвестициялаш соҳасини фақат қўйилмагача қисқартиради, яъни асосий фондларни такрор ишлаб чиқариш, уларнинг юксалиши ва такомиллаштирилишини

[1] *Р.Х.Карлибаева.* Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш. Ўқув қўлланма. – Т.: ТДИУ, 2009. 10-б.

назарда тутади. Маълумки, собиқ Иттифоқ иқтисодиёт фанида инвестициянинг молиявий ва бошқа турлари ўрганилмаган. Маъмурий бошқарув тизими шароитида ресурслар тақсимланиши, мулк шаклининг бир хиллиги ва қимматли қоғозлар бозорининг тўлиқ амал қилмаслиги (давлат облигация заёмларидан ташқари) бўлиши мумкин эмас эди. Шундай экан хўжалик юритишнинг режали тизими шароитида инвестиция сарфлар кўринишида чиқиб, фақат бир вақтнинг ўзида фақат жорий сарфларга фарқ қилади. Сарфларнинг натижавийлик даражасини аниқлаш тўлигича эътиборга олинмаган.

Амалдаги қонунчиликка мувофиқ асосий капиталга инвестиция (асосий воситаларга), шунингдек фаолият юритаётган корхонани техник қайта қуроллантириш ва реконструкциялаш, кенгайтириш, янги қурилишга харажатлар, машина жиҳозларни сотиб олиш, инвентар, лойиҳа-тадқиқот ишлари ва бошқа сарфлар капитал қўйилмалар дейилган, бу эса уларнинг муайян кўринишини ифодалайди ва моҳияти бўйича тўғридан-тўғри инвестиция синонимини билдиради.

Назарий тадқиқотлар ва таҳлил натижаларидан умумий хулоса чиқарган ҳолда хориж ва миллий иқтисодчи олимларнинг услубий ёндашувларига асосланган ҳолда инвестиция моҳиятини ёритиб бериш бўйича қуйидаги хулосага келиш мумкин: инвестиция моҳиятининг илмий шарҳи қуйидагиларни ифодалаши зарур: ресурсли ва харажатли ёндашувлар уларнинг дастлабки ташкил этилиши маблағлардан фойдаланишни талаб этади; қўйилмалар даромадлилиги – асосий тартибга солувчи сифатида ресурслар ва қўйилмалар, уларнинг ҳажми ва динамикасига мувофиқлиги; хавф-хатар элементларининг иштирок этиши ва натижалар башоратининг ноаниқлиги.

Умумий хулоса сифатида таъкидлаш мукинки, инвестиция – бу узоқ муддатли ва капитал қўйилмаларни хавф-хатарга қўйиб (таваккал қилиб), тадбиркорлик ва бошқа фаолият объектларига такрор ишлаб чиқаришни кенгайтириш мақсадида ва бунинг натижасида фойда олиш ёки ресурслар потенциалининг чекланган шароитида келажакда бошқа фойдали самарага эришиш мақсадидаги иқтисодий категориядир.

10.2. Инвестицияларнинг таснифланиши

Иқтисодий категория сифатида инвестициялар қуйидагича таснифланиши мумкин:

- капитални кўпайтириш мақсадида капитални тадбиркорлик объектларига жойлаштириш;
- инвестицион лойиҳаларни амалга ошириш жараёнида инвестиция фаолияти иштирокчилари ўртасида вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар.

Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрда қабул қилинган «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги қонунига кўра, инвестициялар мўлжалланган объектига кўра ***капитал***, ***молиявий*** ва ***ижтимоий*** турларга бўлинади.

Асосий фондларни яратиш ва такрор кўпайтиришга, шу жумладан янги қурилишга, модернизация қилишга, реконструкция қилишга, техник жиҳатдан қайта жиҳозлашга, шунингдек моддий ишлаб чиқаришнинг бошқа шаклларини ривожлантиришга киритиладиган инвестициялар *капитал инвестициялар* жумласига киради.

Капитал инвестициялар асосан уларнинг қийматини белгилайдиган жисмоний хусусиятларга эга. Масалан, бинолар, асбоб ускуналар, ер ва бошқалар. Ўз навбатида, капитал инвестициялар такрор ишлаб чиқарадиган, (масалан, асбоб ускуналар) ва такрор ишлаб чиқармайдиган (масалан, ер, шахталар, санъат буюмлар) каби турларга бўлиниши мумкин.[1]

Акциялар, корпоратив, инфратузилмавий ва давлат облигацияларига, шунингдек қимматли қоғозларнинг бошқа турларига киритиладиган инвестициялар *молиявий инвестициялар* жумласига киради.

Молиявий инвестициялар таркибига маҳаллий ва хорижий мамлакатларнинг пул бирликлари, банклардаги омонатлар, депозит сертификатлар, акциялар, облигациялар, векселлар ва бошқа қимматли қоғозлар ҳамда тенглаштирилган бойликлар ҳам киради.

*Молиявий инвестициялар*нинг таркибида портфель инвестицияларни фарқлаш мумкин. Портфель инвестициялар – мулкдан даромад олишда ҳуқуқ берувчи қимматли қоғозларга капитал

[1] *Ф.Фабоцци.* Управление инвестициями. Пер. с англ. – М.: «ИНФРА-М», 2000. XXVIII, 932-б. – (Серия «Университетский учебник»). 14-б.

қўйишдир. Молиявий активларга инвестициялар қуйидаги шакллардаги қўйилмаларни ўз ичига олади:

- асосий иқтисодий агентлар фаолияти жараёнида яратилган барча кўринишдаги тўлов ва молиявий мажбуриятлар;
- нақд пуллар;
- жорий ҳисобрақамдаги маблағлар;
- банкларга қўйилган муддатли омонатлар;
- турли хил қисқа муддатли қарз мажбуриятлари;
- облигация ва бошқа қимматли қоғозлар.

Портфель инвестициялар турли лойиҳалар гуруҳларига капитал қўйишни ифодалайди. Масалан, корхона қимматли қоғозларини қўлга киритиш. Бунда инвесторнинг асосий вазифаси портфель инвестицияларни шакллантириш ва мақбул бошқариш ҳисобланади. Портфель инвестициялар қаторида пул-кредит операциялари кенг тарқалган бўлиб, инвесторнинг капитали кредит сифатида бу омонатлардан кейинчалик фойдаланиш билан депозит омонатлар кўринишида банкка жойлаштириш тушунилади.

Молиявий инвестициялар, уларнинг келтирадиган даромади бўйича баҳоланади. Қимматли қоғозлар курсининг ҳаракати корхонанинг молиявий ҳолати ва бутун иқтисодиётнинг яқин келажакда истиқболлари ва ҳолатини акс эттиради. Такрор ишлаб чиқариш жараёнида реал активлар ҳаракати капитал бозори ва инвестицион товарлар бозорида ўзаро алоқадорликда реализация қилинади. Шунинг учун битта корхона доирасида молиявий инвестицияларнинг ёпиқ доиравий айланиши мумкин эмас. Бозор иқтисодиётида айнан молиявий қўйилмалар муҳим роль ўйнайди. Бу шу билан боғлиқки, молиявий капитал, аввалambор ҳаракатчанлиги бўйича ишлаб чиқаришдан фарқли равишда ҳар доим ҳам ҳаракатчан эмаслиги билан характерланади. Фикримизча, бу шу билан боғлиқки, агарда инвесторлар актив воситаларга маблағ қўйсалар, асосан ликвид бўлади. Айнан шунинг учун акция, облигация ва бошқа қимматли қоғозлар кўринишидаги молиявий инвестициялар иқтисодий тизимда таркибий ўзгаришларга кўмаклашувчи, бир иқтисодиёт соҳасидан бошқасига капитал кўчишини таъминлайди.

Инсон салоҳиятини, кўникмаларини ва ишлаб чиқариш тажрибасини ривожлантиришга, шунингдек номоддий бойликларнинг бошқа шаклларини ривожлантиришга киритиладиган инвестициялар ***ижтимоий инвестициялар*** жумласига киради.

Хорижий мамлакатларнинг тажрибасидан келиб чиқиб, инвестицияни шартли равишда уч турга ажратиш мумкин:

- молиявий инвестициялар;
- моддий инвестициялар;
- ақлий (интеллектуал) инвестициялар.

Моддий инвестициялар таркибига асосий фондлар, яъни бинолар, асбоб-ускуналар, иншоотлар, коммуникациялар ва бошқа турдаги асосий ишлаб чиқариш фондларининг актив ва пассив қисмлари киради.

Ақлий (интеллектуал) инвестициялар бўлиб, илмий ишлар, тажрибалар натижаси, лицензиялар «ноу-хау», мутахассислар тайёрлаш ва кадрларни қайта тайёрлаш, илмий-тадқиқот ва тажриба-конструкторлик ишларини жорий этиш кабилар ҳисобланади.

Ақлий (интеллектуал) инвестициялар мулкий ҳуқуқлар шаклидаги инвестициялар, ақлий меҳнатга оид инвестициялар ва табиий ресурслардан фойдаланиш шаклидаги инвестициялардан иборат.

Мулкий ҳуқуқлар гуруҳига кирадиган инвестициялар бозор муносабатларининг ривожланганлигига, миллий бозорларнинг ўзига хос томонларига қараб турлича бўлиши мумкин. Ақлий меҳнатга оид ҳақ-ҳуқуқлар шаклидаги инвестициялар таркибига муаллифлик ҳуқуқлари, «ноу-хау», кашфиётлар, товар белгиларига бериладиган лицензиялар ва бошқа хил эгалик ҳуқуқлари киради.

Инвестицияларни таснифлашда тўғридан-тўғри инвестициялар алоҳида аҳамиятга эга. Тўғридан-тўғри инвестициялар – моддий ишлаб чиқариш тармоқларига узоқ муддатли маблағлар қўйишдир. Тўғридан-тўғри инвестициялар – у ёки бу маҳсулотни ишлаб чиқаришга давлат ёки хусусий фирмаларнинг капитал қўйиши бўлиб, реал капитал (бино, иншоот, товар моддий захиралари ва бошқалар) ташкил этилишини ифодалайди.

Инвестициялашда иштирок этиш хусусиятига кўра тўғридан тўғри ва билвосита инвестицияларга ажратилиши мумкин. Тўғридан-тўғри инвестициялар гуруҳига қуйидаги инвестиция турлари киради: ишлаб чиқаришни техник қайта қуроллантириш, реконструкциялаш ва ишлаб чиқариш қувватларини кенгайтиришда йўналтирилганлик ҳамда эскирган бино, иншоот ва жиҳозларнинг ўрнини тўлдиришга инвестициялар.

Ишлаб чиқаришни техник қайта қуроллантиришга инвестициялар – янги ишлаб чиқаришларни, ишларни, хизматларни ёки янги бозорларни очишни ўз ичига олади.

Ишлаб чиқариш қувватларини кенгайтиришга инвестициялар – жорий ишлаб чиқариш ҳажмини ошириш ва сотиш бозорини кенгайтиришни ўз ичига олади.

Технологияларни модернизациялаш ва такомиллаштиришга инвестициялар – ишлаб чиқаришни янгилашга, такомиллаштирилган технологияларни жорий этишга ва модернизация қилинган маҳсулотларни чиқаришга йўналтириш.

Самарадорликни оширишга йўналтирилган инвестициялар – ресурсларни тежайдиган технологияларни (моддий, меҳнат, молиявий) ривожлантиришга қаратилади.

Инвестициялар хусусий сектор ва давлат томонидан мамлакат ичкарисида ва унинг ташқарисида турли ишлаб чиқаришларга ва қимматбаҳо қоғозларга (акциялар, облигациялар) қўйилиши мумкин.

Ҳаракат йўналиши бўйича инвестициялар ***ялпи*** ва ***соф инвестицияларга*** ҳам ажратилади. ***Ялпи инвестициялар*** – бу ишлаб чиқариш воситаларининг истеъмол қилинган қисмини қоплаш ҳамда уларни қўшимча ўсиши мақсадида ишлаб чиқариш жамғармалари ва аҳоли маблағлари қўйилмаларидир. Бошқача сўз билан айтганда, ялпи инвестициялар амортизация ва соф инвестицияларни ўз ичига олади. ***Соф инвестицияларни*** аниқлаш учун ялпи инвестициялардан амортизация ажратилади.

Ялпи инвестициялар ва амортизация ўртасидаги нисбатга қараб иқтисодиётнинг аҳволи қандай эканлигини, яъни юксалиш, турғунлик ёки пасайиш даврини бошидан кечираётганлигини аниқлаш мумкин. Агарда, ялпи инвестициялар амортизациядан ортиқ, яъни соф инвестиция юқори бўлса, иқтисодиёт юксалишда бўлади, чунки унинг ишлаб чиқариш қувватлари ўсади.

Ялпи инвестиция ва амортизация бир-бирига тенг бўлган ҳолда иқтисодиёт турғунлик ҳолатида бўлади. Бу вазиятда соф инвестициялар нолга баробар ва иқтисодиёт шу йилда қанча капитал истеъмол қилган бўлса, уни қоплаш учун шунча ишлаб чиқаради.

Ишчан фаоллик пасайиб бораётган иқтисодиёт учун *(астагнация ҳолати)* ялпи инвестициялар амортизациядан кам бўлган ҳолдаги вазият хосдир, яъни иқтисодиётда йил давомида капитал

ишлаб чиқарилганига нисбатан кўпроқ истеъмол қилинади. Бундай ҳолатда соф инвестициялар ишораси манфий бўлиб, унинг мутлақ қисқаришини билдиради. Натижада, йил охирида капитал ҳажми йил бошидагига қараганда кам бўлади.

Ислоҳотларнинг дастлабки босқичида иқтисодиётнинг астагнация ҳолати деярли барча ҳамдўстлик мамлакатларида кузатилди. Корхоналарнинг ички инвестициялаш имкониятларини пасайиши билан бир вақтда марказлашган капитал қўйилмаларнинг қисқариши, ишлаб чиқаришни тушиб кетишига, миллий маҳсулот ҳажмини мутлақ камайишига олиб келди.

Инвестициялар ҳажм ўлчови нуқтаи назаридан йирик ва кичик инвестиция турларига бўлинади. Кичик инвестициялар, одатда корхоналар йиллик тушум ҳажмига жиддий равишда таъсир кўрсатмайди ҳамда қўшимча самара олишда унчалик аҳамиятга эга эмас.

Йирик инвестицияларда корхоналарда ишлаб чиқарилган маҳсулот реализацияси ҳажми инвестиция миқдорига (киритилган инвестиция ҳажмига) боғлиқ бўлади.

Корхоналар ижтимоий-иқтисодий фаолиятини ривожлантириш мақсадида киритилаётган барча инвестициялар инвестиция субъекти нуқтаи назаридан давлат ва хусусий инвестицияларга бўлинади. Улар йўналиши, мақсади, молиялаш манбалари бўйича бир-биридан фарқланади.

Давлат инвестициялари асосан мудофаа, соғлиқни сақлаш, маданият, фундаментал илмий лойиҳалар мақсадида ҳамда иқтисодиётни тизимли тартибга солиш учун у ёки бу тармоқ ва ишлаб чиқаришнинг энг муҳим соҳаларини молиялаштиришга йўналтирилиши зарур. Давлат инвестициялари давлат ва маҳаллий бюджетларнинг жамғарма фондлари турли даражадаги давлат корхоналари фойдаси ёки ички ва ташқи давлат заёмлари, облигациялар чиқариш ҳисобига молиялаштирилади.

Давлат инвестициялари давлат бошқаруви органларининг эҳтиёжларини қондириш учун давлат буюртмасини барча мезонлар ва кўрсаткичларга, техник-иқтисодий параметрлар (стандартлар)га мувофиқ бажаришга йўналтирилади. Қоида тариқасида, улар атроф-муҳит ва истеъмолчининг хавфсизлигига қаратилган.

Хусусий инвестициялар кўпроқ фойда олиш имконияти юқори бўлган тармоқларга йўналтирилади. Уларни молиялаштириш манбаи бўлиб, корхона ва ташкилотларнинг тақсимланмаган фой-

даси, амортизация жамғармаси ҳамда корхоналарни ўз мол-мулкини гаровга қўйиб эмиссия қилган маблағлари шаклидаги корхоналарнинг ўз маблағлари ҳисобланади.

Инвестициялар киритилиши муддати бўйича узоқ муддатли ва қисқа муддатли инвестицияларга бўлинади. Киритилган маблағларни жорий этиш вақти ва натижалардан фойдаланиш нуқтаи назаридан инвестициялар қуйидаги турлари фарқланади:

1. *Бир марталик инвестициялар* – бир марталик маҳсулотни чиқаришга йўналтирилади. Бундай гуруҳ инвестицияларга – инвестициялаш жараёнидан муайян бир вақтда сарфланган ва шунга мувофиқ ҳолда бир марталик маҳсулот ишлаб чиқариш актига тўғри келадиган инвестициялаш жараёнини ифодалайди.

2. *Такрорий инвестициялар* – бу жараёнда ҳам бир марталик маҳсулот ишлаб чиқариш амалга оширилади. Бу ҳолатда капитал маблағ сарфлари ҳамда маҳсулот ишлаб чиқариш бир пайтда амалга оширилади.

3. *Бир марталик инвестициялар* – бу жараёнда корхоналар маҳсулот ишлаб чиқаришни бир неча марта такроран ҳосил қилади. Бу ҳолда инвестиция маблағлари сарфи бир вақтли (муайян даврда) характерга эга, аммо маҳсулот ишлаб чиқариш узоқ муддатда амалга оширилади.

Инвестициялар молиялаштириш манбалари бўйича ўз маблағлари ва жалб қилинган маблағларга бўлинади. Инвестициянинг ўз маблағлари манбаларига корхона жамғармалари, яъни фойда, амортизация ажратмалари, ишчи-ходимлар маблағлари (улушлари, акциялари ва ҳ.к.) киради. Жалб қилинган маблағлар манбаига: давлат ва маҳаллий бюджет маблағлари, тижорат маблағлари, компаниялар инвестицион фондлар ресурслари, молия-кредит ташкилотлари ресурслари, облигациялар, хорижий инвесторларнинг тўғридан тўғри ва портфель инвестициялари киради.

Инвестициялар мажбурий жорий қилиниш даражаси бўйича қуйидагиларга таснифланади:

- *мажбурий инвестициялар* – умумдавлат манфаатларига мувофиқ келадиган инвестициялардир. Бундай инвестициялар асосан ўраб турган муҳитни сақлаш, табиатни муҳофоза қилиш, объектларни қуриш, жамоат масканларини бунёд этиш ва бошқаларни молиялаштиришга сарфланади.

- *хавф-хатардан ҳимояланишга сарфланадиган инвестициялар* – комплект маҳсулот ва хомашёларни сотиб олиш бўйича хавф-хатарни камайтиришга ёки корхоналарга бозордаги баҳолар даражасини етарли даражада ушлаб туришга кўмаклашиш, шунингдек, ишлаб чиқарувчиларни монопол рақобатдан ҳимоялашга йўналтирилади;
- *тезкор инвестициялар («ноу-хоу», илмий янгиликлар учун)* – янги техник ва технологик имкониятларни излашга, техник тараққий этишга йўналтирилади;
- *ижтимоий инвестициялар* – корхона жамоаси меҳнат шароитларини яхшилашга йўналтирилади;
- *ҳукумат инвестициялари* – корхоналар мавқеини қўллаб-қувватлашга йўналтирилади.

Бугунги кунда инвестициялар кўпроқ бизнес эгасининг сифатларига, унинг манфаатларига, шунингдек менежмент ва молиявий менежментга боғлиқ. Самарали ишлаб чиқилган инвестиция сиёсатига эга бўлмаган ишлаб чиқарувчилар (мулкдорлар) рақобатдош устунликларини йўқотган ҳолда ўз бизнесларини ёпишга ёки қўллашга мажбур бўладилар. Улар ишлаб чиқаришни (капитални) диверсификация қилиш ёки уни такомиллаштириш учун сарфланиши мумкин бўлган қўшимча харажатларни ўз зиммаларига оладилар.

Умумий жиҳатдан инвестицияларни турли мезонларга кўра таснифлаш мумкин (10.1-жадвал).

Фаол инвестициялар – бу янги бозорларни эгаллашга йўналтирилган тажовузкор ёки диверсификацияланган инвестициялардир. Молиявий воситалар (портфель инвестициялар) орқали улар рақобатчиларни ўзига сингдириб юбориши ёки уларнинг бозордаги мавқеини пасайтириши мумкин. Бу ерда нархларни демпинг қилиш, ишлаб чиқариш ва менежмент соҳасида энг янги технологияларни жорий этиш механизми қўлланилиши мумкин. Ушбу инвестициялар юқорироқ даромад келтириши мумкин, аммо мавжуд рискдан ҳоли бўлмайди.

Пассив инвестициялар – фаол инвестициялардан фарқли равишда, нисбатан камроқ рискка эга бўлиб, эскирган ускуналар ва технологияларни алмаштириш ҳамда янги кадрлар тайёрлаш, бошқарувни тегишли даражада қўллаб-қувватлаш орқали корхонанинг молиявий ҳолатини яхшилаш (барқарорлаштириш)га йўналтирилади.

10.1-жадвал

ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ ТУРЛИ МЕЗОНЛАР БЎЙИЧА ТАСНИФЛАНИШИ

Инвестицияларнинг таснифлаш белгилари	Инвестиция турлари
Ташкилий шакллари бўйича	Инвестиция лойиҳаси (инвестиция фаолиятининг аниқ объекти мавжудлиги ва инвестицияни одатда бир шаклининг амалга ошириши); хўжалик юритувчи субъектнинг инвестиция портфели (бир инвесторда инвестициянинг бир неча шакллари мавжуд).
Инвестиция фаолияти объектлари бўйича	Моддий ва номоддий активларда асосий воситаларни яратиш ва кўпайтириш учун узоқ муддатли реал инвестициялар (капитал қўйилмалар); айланма маблағларга қисқа муддатли инвестициялар (товар-моддий захиралар, қимматли қоғозлар ва бошқалар); давлат ва корпоратив қимматли қоғозларга молиявий инвестициялар
Инвестиция ресурсларига мулкчилик шакллари бўйича	Хусусий; Давлат; Хорижий; Ҳамкорликда.
Инвестициялашда иштирок этиш хусусиятига кўра	Тўғридан-тўғри инвестициялар (моддий объектга тўғридан-тўғри инвестиция); билвосита инвестициялар (воситачи – портфелли инвестицияларнинг мавжудлиги).
Ҳаракат йўналиши бўйича	Бошланғич инвестициялар; соф инвестициялар (корхона лойиҳаси ёки уни сотиб олиш асосида); келажакда корхонанинг омон қолишига қаратилган инвестициялар; жорий харажатларни тежаш учун инвестициялар; бозорда ўз ўрнини сақлаб қолиш учун инвестициялар; ишлаб чиқариш самарадорлигини оширишга инвестициялар; ишлаб чиқаришни кенгайтириш учун инвестициялар (экстенсив); янги ишлаб чиқаришни яратиш учун инвестициялар (инновацион); реинвестиция; ялпи инвестициялар (соф инвестиция + реинвестиция).
Ўзаро боғлиқлик даражаси бўйича	1. Изоляцияланган инвестициялар (бошқа инвестицияларга эҳтиёж туғдирмайдиган маблағлар). 2. Ташқи омилларга боғлиқ бўлган инвестициялар (ишлаб чиқариш, ижтимоий инфратузилма, инфляция ва бошқаларнинг мавжудлигига боғлиқ бўлган капитал қўйилмалар.). 3. Ташқи омилларга таъсир этувчи инвестициялар (оммавий ахборот воситаларига маблағлар).
Ишончлилик даражасига кўра	Нисбатан ишончли; Рискли (инновацияларда)

Ўз моҳияти ва табиати бўйича инвестициялар *бошлангич* ва *ялпи инвестицияларга* ажратилади.

Бошлангич инвестициялар корхонани ташкил этиш ёки уни сотиб олишдаги молиявий қўйилмаларни ўз ичига олади. Адабиётларда улар соф инвестициялар деб ҳам номланади.

Ялпи инвестициялар – *соф инвестициялар* ва *реинвестиция*ларни ўз ичига олади.

Реинвестиция – бўш пул маблағлардан (фойда, айланма активларнинг эскириши ва бошқалар) янги ишлаб чиқариш жиҳозларини сотиб олиш ёки ўрнатишда фойдаланилади. Ўз иқтисодий характерига кўра, улар фаол-пассив инвестицияларга хос, чунки улар янги асбоб ускуналар, ресурсларни тежайдиган технологияларни сотиб олиш, янги асосий воситалар (фондлар)ни мустақил равишда яратиш, эскирган асбоб ускуналарни алмаштириш, модернизация қилиш ва капитални диверсификациялашга йўналтирилган.

Ўз навбатида, ишлаб чиқаришни кенгайтириш ва янги бозорларни эгаллаш, ишлаб чиқарилаётган (ишлаб чиқарилган) маҳсулотнинг якуний сотилишини кўпайтириш, бошқа фирмаларга таъсир кўрсатишга йўналтирилган инвестициялар *экстенсив инвестициялар* деб аталади.

Экстенсив инвестициялар – ишлаб чиқариш потенциалини юксалтиришга йўналтирилган инвестициялардир.

Интенсив инвестициялар – хом ашёга харажатларни камайтириш, меҳнат унумдорлигини ошириш, ишлаб чиқариш объектлари ва қувватларга эҳтиёжни камайтириш, энергия истеъмолини қисқартириш, капитал харажатлар, яъни моддий, меҳнат ва молиявий ресурсларни камайтиришга йўналтирилади.

10.3. Инвестиция муносабатларини давлат томонидан тартибга солиниши

Инвестиция муносабатларининг давлат томонидан тартибга солиниши ҳуқуқий шароитлар яратиш, ушбу фаолиятни юритиш учун кафолатлар бериш, бу фаолият субъектларини сўғурталаш ва бошқа воситалар орқали ижтимоий ёки давлат манфаатларини амалга ошириш йўлида ташкил этилади. Инвестиция муносабатларининг моҳияти бу фаолият иштирокчилари доирасида ва даражасида ўз ифодасини топади.

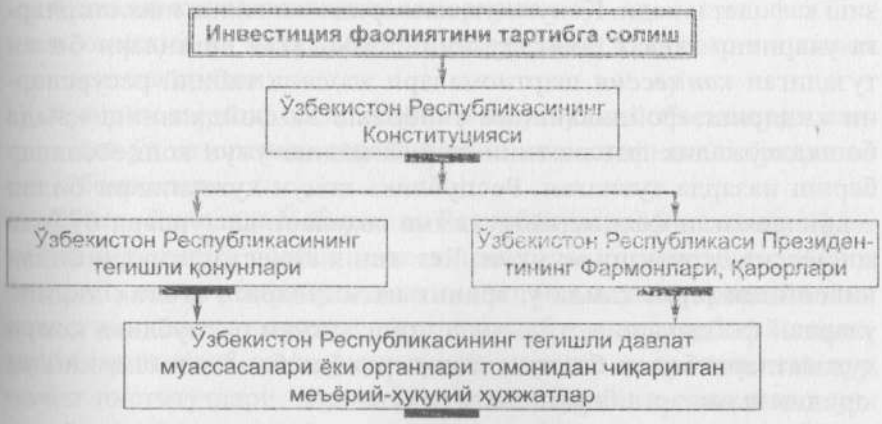
Давлат томонидан инвестиция фаолиятини тартибга солиш қуйидаги мақсадларда амалга оширилади:

- инвесторларни рағбатлантириш;
- миллий иқтисодиётга хорижий инвестицияларни жалб қилиш;
- мамлакат ҳудудида инвесторларнинг ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилиш.

Мамлакатда инвестиция фаолиятини тартибга солишнинг зарурий шарти бўлиб, давлат қонунчилиги ва ҳуқуқий асосини шакллантириш ҳисобланади (10.1-расм).

Инвестиция муносабатларини давлат томонидан тартибга солиш деганда, барча бошқарув органлари фойдаланадиган маъмурий-иқтисодий тусдаги қонун билан белгиланган шакл ва усуллар тушунилади.

Инвестиция муносабатларини давлат томонидан тартибга солишда давлат инвестиция фаолиятининг қонунчилик негизини такомиллаштириш, солиқ тўловчилар ва солиқ солиш объектларини, солиқ ставкалари ва уларга доир имтиёзларни табақалаштирувчи солиқ тизимини қўллаш, нормалар, қоидалар, стандартларни белгилаш, монополияга қарши чораларни қўллаш, кредит сиёсати ва нарх сиёсатини ўтказишга ва бошқа табиий ресурсларга эгалик қилиш ва улардан фойдаланиш шартларини белгилаш, инвестиция лойиҳаларини экспертиза қилиш механизмларини белгилаш ва бошқаларни амалга оширади.



10.1-расм. **Ўзбекистон Республикасида инвестиция фаолиятини тартибга солишнинг ҳуқуқий асослари.**

Инвестиция муносабатларини давлат томонидан тартибга солиш – бу инвестиция фаоллигини таъминлаш ва шу асосда иқтисодий ўсишни рағбатлантириш учун ваколатли давлат муассасалари томонидан амалга ошириладиган қонунчилик, ижро этувчи ва назорат чоралари тизимидир.

Инвестиция фаолиятини тартибга солиш, ҳуқуқий нуқтаи назаридан, турли мулкдорлар ўртасида моддий ва номоддий активларни такрор ишлаб чиқариш хусусидаги ўзига хос, мураккаб, ижтимоий зарур иқтисодий (инвестиция) муносабатларини шакллантириш меъёрларини назарда тутади.

Инвестиция жараёнининг барча субъектлари – чет эллик инвесторлардан бошлаб, давлат, юридик ва жисмоний, шу жумладан чет эллик шахслар (резидентлар ва норезидентлар)гача бу муносабатларнинг иштирокчиларига айланадилар.

Республикада инвестиция фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш биринчи навбатда давлатнинг иқтисодий, илмий-техникавий ва ижтимоий сиёсатини амалга ошириш мақсадларини кўзлайди. Республика қонун ҳужжатларига мувофиқ чет эл инвестициялари миллийлаштирилиши, давлат тасарруфига олиниши мумкин эмас. Чет эл инвестициялари табиий офатлар, фалокатлар, эпидемия ҳолатларидан мустасно бўлганда риквизиция қилинмайди.

Чет эл инвесторларга қонуний фаолият натижасида олинган ўз фойдаси ва бошқа маблағларини чет эл валютасида четга ўтказиш кафолатланади. Қонун ҳужжатларида чет эллик инвесторларга уларнинг давлат бошқарувининг ваколатли органлари билан тузадиган ***концессия*** шартномалари асосида табиий ресурсларни қидириш, фойдаланишга тайёрлаш ва фойдаланиш ҳамда бошқа хўжалик фаолиятини жорий қилиш учун концессиялар бериш назарда тутилган. Республика қонун ҳужжатлари билан тақиқланмаган фаолиятнинг ҳамма соҳалари ва турлари бўйича концессия берилиши мумкин. Чет эллик инвестор қарори билан инвестицияларга ҳамда уларнинг натижаларига эгалик қилиш, улардан фойдаланиш, тасарруф этиш ҳуқуқи республика қонун ҳужжатлари билан белгиланган тартибда бошқа жисмоний ва юридик шахсларга берилиши мумкин.

Давлат инвестиция фаолиятини тартибга солиш билан бирга бевосита ўзи ҳам иштирок этади. Бунда:

- давлат инвестиция дастурларини қабул қилиш ва уларни республика бюджетидан молиялаштириш;
- йирик инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш учун тўловлилик, муддатлилик ва қайтариб бериш асосида республика бюджетининг марказлашган инвестиция ресурсларини тақдим этиш;
- инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш учун жалб этилган кредитлар учун давлат кафолатини тақдим этиш;
- инвестиция лойиҳаларининг давлат комплекс экспертизасини олиб бориш;
- маҳаллий ва хорижий инвесторлар учун концессиялар тақдим этиш кабилар билан инвестиция фаолиятида қатнашади.

Инвестиция фаолиятини давлат томонидан тартибга солишда қуйидаги усуллардан фойдаланилади:

- инвесторларнинг эркин фаолият юритишлари учун ҳуқуқий асосларни яратиш, мустаҳкамлаш, такомиллаштириб бориш;
- пул-кредит сиёсати орқали;
- валюта сиёсати орқали;
- амортизация сиёсати орқали;
- нарх сиёсати орқали;
- дотациялар, субсидиялар тизими орқали;
- бюджет-солиқ сиёсати, жумладан, фискал сиёсат, солиқлардан имтиёзлар бериш, солиқ кредитлари орқали;
- давлат кафолатлари тизими орқали;
- хорижий ва маҳаллий инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш орқали;
- айрим тармоқ, соҳа, ҳудудлар ва улардаги объектларни давлат ўз назоратида сақлаб қолиш, инвестициялаш орқали ва бошқалар.

Сўнгги йилларда Ўзбекистон Республикасида инвестиция фаолиятини тартибга солиш, инвестиция салоҳиятини тўлиқ рўёбга чиқариш, инвестиция муҳитини янада такомиллаштириш, йиллик инвестиция дастурларини сифатли ишлаб чиқиш, хорижий инвестицияларни жалб этиш учун қулай шароитлар яратиш, халқаро молия институтлари, хорижий ҳукуматларнинг молия институтлари, етакчи чет эл компаниялари ва банк тузилмалари билан ҳамкорликни кенгайтириш, шунингдек, жалб этиладиган чет эл

инвестициялари самарадорлигини оширишга қаратилган бир қатор меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар қабул қилинди, жумладан:

1. Ўзбекистон Республикасининг 1995 йил 30 августдаги «Концессиялар тўғрисида»ги 110-I-сон қонуни.

2. Ўзбекистон Республикасининг 1996 йил 29 августдаги «Хориждан маблағ жалб қилиш тўғрисида»ги 263-I-сон қонуни.

3. Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги ЎРҚ-598-сон қонуни.

4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 28 январдаги «Инвестиция ва ташқи савдо соҳасида бошқарув тизимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5643-сон фармони.

5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 17 январдаги «2017–2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили»да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги ПФ-5635-сон фармони.

6. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 1 августдаги «Ўзбекистон Республикасида инвестиция муҳитини тубдан яхшилаш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5495-сон фармони.

7. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 21 декабрдаги «Эркин иқтисодий зоналар фаолиятини мувофиқлаштириш ва бошқариш тизимини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5600-сон Фармони.

8. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 28 январдаги «Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги ПҚ-4135-сон қарори.

9. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4300-сон қарори.

10. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 23 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги фаолиятини такомиллаштиришга оид қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-4332-сон қарори.

11. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 13 ноябрдаги «Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузурида хорижий инвесторлар кенгашини тузиш ва унинг фаолиятини ташкил этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4519-сон қарори.

12. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 9 январдаги «Ўзбекистон Республикасининг 2020–2022 йилларга мўлжалланган инвестиция дастурини амалга ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4563-сон қарори.

13. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 20 июндаги «Инвестиция ва инфратузилма лойиҳаларини жадал амалга ошириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-3794-сон қарори.

14. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 6 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги экспортни рағбатлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 373-сон қарори.

15. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 10 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги 390-сон қарори.

16. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 15 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги тариф ва нотариф тартибга солиш кенгашининг фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 408-сон қарори.

17. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 17 майдаги «Инвестиция ва бошқарув компаниялари фаолияти тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги 414-сон қарори.

18. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 18 майдаги «Ўзбекистон Республикасининг тўғридан тўғри инвестициялар жамғармаси фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 420-сон қарори.

19. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 2 июлдаги «Хорижий инвесторлар билан ишлашни янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги 547-сон қарори.

20. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 24 июлдаги «Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги хорижий инвестицияларни

жалб этиш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 621-сон қарори.

21. Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Ўзбекистон Республикаси Давлат солиқ қўмитаси, Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва саноат вазирлигининг 2019 йил 15 апрелдаги «Тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестицияларни жалб қилувчи корхоналар учун солиқ имтиёзларини қўллаш тартиби тўғрисидаги низомга ўзгартиришлар киритиш ҳақида»ги 52-сон қарори.

Чет эллик ҳамда маҳаллий инвесторлар томонидан амалга ошириладиган инвестициялар ва инвестиция фаолияти соҳасидаги муносабатларни тартибга соладиган энг муҳим ҳужжатлардан бири Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги қонуни ҳисобланади. Ушбу қонунга кўра, инвестиция фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш Ўзбекистон Республикасини ва унинг ҳудудларини ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришнинг давлат вазифалари бажарилишини таъминлайдиган инвестиция сиёсатини амалга ошириш, инвестициялар самарадорлигини ошириш, Ўзбекистон Республикаси ҳудудидаги турли инвестиция объектларига қўйилмалар учун хавфсиз шарт-шароитларни таъминлаш мақсадида давлат бошқаруви органлари ва маҳаллий давлат ҳокимияти органлари томонидан амалга оширилади.

Шунингдек, қонуннинг 25-моддасига кўра, инвестиция фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш қуйидагилар орқали амалга оширилади:

- инвестиция фаолиятининг норматив-ҳуқуқий базасини такомиллаштириш;
- инвестиция фаолиятини ривожлантириш учун қулай шарт-шароитлар яратиш ва Ўзбекистон Республикаси Ҳукуматининг кафолатларини тақдим этиш;
- Ўзбекистон Республикаси ҳудудида махсус иқтисодий зоналарни ва кичик саноат зоналарини барпо этиш;
- асосий фондларни тезлаштирилган амортизация қилиш ҳуқуқини бериш;
- техник жиҳатдан тартибга солиш нормалари, қоидалари ва талабларини белгилаш;
- рақобатни қўллаб-қувватлаш чораларини қўллаш;

► ер участкаларига ва бошқа табиий ресурсларга эгалик қилиш ҳамда улардан фойдаланиш шартларини белгилаш.

Инвестицияларни ва инвестиция фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш соҳасидаги ваколатли давлат органи Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳисобланади. Инвестицияларни ва инвестиция фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш соҳасидаги ваколатли давлат органининг асосий ваколатлари қуйидагилардан иборат:

- салоҳиятли инвесторларга фаолиятининг ҳуқуқий, иқтисодий ва бошқа масалалари бўйича маслаҳат бериш ҳамда уларга юзага келадиган масалаларни ҳал этишда зарур ёрдам ва кўмак кўрсатиш;
- ягона давлат инвестиция сиёсатини амалга ошириш ҳамда инвестиция фаолиятини тартибга солиш соҳасидаги давлат органлари ва ташкилотларининг фаолиятини мувофиқлаштириш;
- ҳамкорлик йўналишларини ва лойиҳаларини мажбурий равишда келишган ҳолда Ўзбекистон Республикаси давлат бошқаруви органларининг, маҳаллий давлат ҳокимияти органларининг ва хўжалик бошқаруви органларининг чет эл ваколатли органлари, чет эл ҳукумат молия ташкилотлари ҳамда халқаро молия институтлари, шунингдек компаниялар ва салоҳиятли чет эллик инвесторлар билан инвестициявий ҳамкорлик масалаларига доир ўзаро алоқаларни таъминлаш;
- инвесторлар билан доимий икки томонлама алоқани таъминлаш, ҳудудлар ва маҳаллий юридик шахсларга инвестицияларни жалб қилишда кўмаклашиш, инвестиция таклифлари ишлаб чиқилишини ташкил этиш;
- Ўзбекистон Республикаси манфаатларини ифодалаш ва халқаро инвестиция ҳамжамиятлари ишида иштирок этиш;
- инвестицияларни жалб қилиш, инвестиция муҳитини ривожлантириш ва Ўзбекистон Республикаси ҳудудидаги инвестиция фаолиятини такомиллаштириш соҳасидаги норматив-ҳуқуқий базани янада такомиллаштириш бўйича таклифлар ишлаб чиқиш ва киритиш.

Маҳаллий давлат ҳокимияти органлари ҳам инвестицияларни ва инвестиция фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш соҳасидаги ваколатли давлат органининг ҳудудий бўлинмалари

билан биргаликда қуйидагиларни амалга ошириш ваколатига эга:

- маҳаллий даражада мамлакатнинг тегишли ҳудудига инвестиция қилиш ҳажмларини кенгайтиришни рағбатлантиришга қаратилган инвестиция сиёсатини олиб бориш, шу жумладан инвестицияларни жалб қилиш, ҳудудда инвестиция муҳитини янада такомиллаштириш, тегишли ҳудуддаги корхоналарнинг ривожланишини қўллаб-қувватлаш;
- инвестиция қилишни талаб қиладиган истиқболли лойиҳаларни, шунингдек бўш турган давлат мулки объектларини ҳамда ер участкаларини ҳудудларнинг эҳтиёжлари ва салоҳиятидан (ресурс, табиий-иқлим, меҳнат ва ҳ.к.) келиб чиққан ҳолда ўрганиш ва аниқлаш;
- инвесторларнинг фаолияти билан бевосита боғлиқ масалаларни, шунингдек зарур ҳолларда, тўғридан-тўғри инвестицияларни жалб қилиш воситасида истиқболли тадбиркорлик ташаббуслари ва лойиҳаларини амалга ошириш бўйича таклифларни кўриб чиқиш;
- тегишли ҳудуддаги инвестиция лойиҳаларини, шу жумладан чет эл инвестициялари иштирокидаги инвестиция лойиҳаларини ўз вақтида ва самарали амалга оширишга тўсқинлик қилувчи омилларни аниқлаш, уларни ҳал этиш бўйича тезкор чоралар кўриш;
- чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналар фаолиятини, шунингдек инвесторлар томонидан инвестиция мажбуриятлари бажарилишини таҳлил қилиш асосида тегишли ҳудуднинг иқтисодиётига жалб этилаётган инвестициялардан фойдаланиш самарадорлигини ошириш;
- тегишли ҳудуднинг чет эл банклари, фондлар, агентликлар ва компаниялар билан инвестициявий ҳамкорлик йўналишларини ўзаро манфаатли асосда ривожлантириш ва диверсификация қилиш бўйича таклифлар ишлаб чиқиш;
- инвестицияларни тегишли ҳудудга жалб этиш бўйича асосий йўналишларни ва янада қулай шарт-шароитлар яратиш учун чет эл инвестицияларини жалб қилиш соҳасидаги чора-тадбирларни амалга ошириш.

Иқтисодиётни эркинлаштириш ва чет эл инвестицияларини жалб қилишнинг кенгайиб бориши даражасига қараб инвестиция

фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш, бевосита чет эл инвестицияларини янги лойиҳаларга ҳамда қўшма корхоналарга жалб этишга қаратилиши лозим. Шунингдек, тартибга солиш хусусий тадбиркорлик субъектларининг катта қисмини инвестиция фаолиятига жалб қилишни ҳам назарда тутиши керак. Бунда чет эл инвестицияларининг оқиб киришини рағбатлантириш, шу билан бирга миллий иқтисодиёт субъектларининг бу фаолиятда иштирок этишини тақдирлаш муҳим ўринда туради. Шундай қилиб, давлат томонидан инвестиция муносабатларини тартибга солишнинг вазифаси, бир томондан, бевосита чет эл инвестициялари оқимини оширишдан, иккинчи томондан, миллий иқтисодиётдаги хусусий мулкчилик субъектларининг қўйилмаларини кенгайтиришдан иборат бўлади.

Ўзбекистон улкан хорижий инвестициялар йўналтирилаётган мамлакатлар гуруҳига кириш учун барча шарт-шароитларга, хорижий инвестицияларни жалб этиш учун бир қатор афзалликларга эга. Бу борада жаҳон ҳамжамияти олдида ўзининг ижтимоий-иқтисодий ривожланиш даражаси, дунё харитасидаги географик жойлашуви, табиий ресурсларининг таркиби ва захираси, ҳукумат олиб бораётган иқтисодий сиёсат ва бошқалар билан муҳим роль ўйнайди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 28 январдаги «Инвестиция ва ташқи савдо соҳасида бошқарув тизимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5643-сон фармонига кўра, Ташқи савдо вазирлиги ва Инвестициялар бўйича давлат қўмитаси негизида Инвестициялар ва Ташқи савдо вазирлиги ташкил этилди. Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги мамлакатда ягона давлат инвестиция сиёсатини амалга ошириш, хорижий, биринчи навбатда, тўғридан-тўғри инвестицияларни жалб қилишни мувофиқлаштириш, халқаро молия институтлари ва хорижий ҳукумат молия ташкилотлари билан ҳамкорлик қилиш, шунингдек ташқи савдо ва халқаро иқтисодий ҳамкорлик соҳасида ягона давлат сиёсатини шакллантириш ва мувофиқлаштириш учун масъул ваколатли давлат органи ҳисобланади.

Шунингдек, фармонга асосан Инвестициялар ва Ташқи савдо вазирлиги:

- Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва Саноат вазирлиги томонидан ишлаб чиқиладиган ўрта муддатли инвестиция сиёсати стратегияси ва Ўзбекистон Республикасини 2030

йилгача ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш концепцияси асосида ҳудудлар ва тармоқларнинг ривожланиш концепцияларини ишлаб чиқишни мувофиқлаштиради;

- халқаро ва хорижий ҳукумат молия институтларининг жалб қилинадиган кредит ресурслари ва техник кўмаклашиш воситалари (грантлари)дан, Ўзбекистон Республикаси Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси маблағларидан, Ўзбекистон Республикаси Давлат бюджети ва давлат мақсадли жамғармалари маблағлари ҳисобидан марказлашган инвестициялардан самарали фойдаланиш бўйича тавсиялар ишлаб чиқади.

Вазирликнинг асосий вазифалари ва фаолият йўналишлари этиб қуйидагилар белгиланди:

- ягона давлат инвестиция сиёсатини амалга ошириш, давлат ривожланиш дастурлари ва инвестиция дастурлари, шу жумладан тармоқ ва ҳудудий инвестиция дастурлари ишлаб чиқилиши ва самарали амалга оширилишини мувофиқлаштириш;
- хорижий инвестицияларни жалб қилиш ишларини мувофиқлаштириш, халқаро иқтисодий ва молия институтлари, хорижий ҳукумат молия ташкилотлари билан икки томонлама ва кўп томонлама форматда ўзаро самарали ҳамкорликни амалга ошириш;
- Ўзбекистон Республикасининг инвестициявий ҳамкорлик масалалари борасидаги халқаро шартномаларини тайёрлаш, келишиш ва имзолашда иштирок этиш;
- инвесторлар билан доимий қайта алоқани йўлга қўйиш, инвестицияларни жалб қилишда ҳудудлар ва маҳаллий компанияларга кўмаклашиш, инвестиция таклифларини ишлаб чиқишни ташкиллаштириш ва бошқалар.
- Шу билан бир қаторда, вазирлик инвестиция ва савдо фаолиятига, шу жумладан инвестиция лойиҳаларини амалга оширишга салбий таъсир кўрсатадиган муаммоларни ўрганишни таъминлайди;
- Вазирликнинг ўз ваколати доирасида қабул қилган ва норматив-ҳуқуқий хусусиятга эга бўлган қарорлари давлат органлари ва ташкилотлар, шунингдек, жисмоний шахслар томонидан бажарилиши мажбурий ҳисобланади;
- Вазирлик тегишли идораларнинг инвестиция циклининг ҳар бир босқичида инвесторларга ҳамроҳлик қилиши, бюро-

кратик кўринишларнинг олдини олган ҳолда юзага келаётган ташкилий масалаларни, шу жумладан инвестициядан кейинги даврда ҳал қилиш бўйича музокаралар олиб боришини ташкил қилади;

- давлат бошқаруви органлари ва маҳаллий давлат ҳокимияти органлари, шунингдек, устав капиталида давлат улуши устун бўлган хўжалик юритувчи субъектлар ташаббуси билан қиймати 10 млн АҚШ долларидан ортиқ эквивалентдаги инвестицияларни жалб қилиш соҳасидаги келишувлар Вазирлик билан олдиндан келишилиши шарт;
- давлат органлари ва ташкилотларга инвесторлар, шунингдек, инвестиция иштирокидаги ташкилотлардан келиб тушган мурожаатларнинг Вазирлик томонидан мониторинг қилиш учун уларнинг нусхалари мурожаатлар келиб тушган кундан бошлаб бир кун муддатда ***«Инвестиция портали»***га жойлаштирилади;
- Вазирлик доимий асосда инвесторлар мурожаатлари тўғрисидаги маълумотларнинг умумлаштирилишини таъминлайди ва инвесторларнинг, шу жумладан салоҳиятли инвесторларнинг ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини ҳимоя қилиш юзасидан таклифларни Ўзбекистон Республикаси Президенти Администрациясига киритади;
- инвестициялар, савдо ва иқтисодий тартибга солиш масалаларига оид норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар лойиҳалари мажбурий тартибда Вазирлик билан келишилиши лозим.

10.4. Ўзбекистон иқтисодиётини ривожлантиришда инвестицияларнинг ўрни

Мамлакат ижтимоий-иқтисодий жиҳатдан тараққий этиши, барқарор иқтисодий ўсишга эришиши, аҳоли даромадларининг ошиши, турмуш шароитининг яхшиланиши аксарият ҳолатларда миллий иқтисодиётнинг турли соҳа ва тармоқларига жалб этилаётган инвестиция маблағларининг ҳажми ва таркибига боғлиқ. Шундай экан, ҳар бир мамлакат ижтимоий-иқтисодий ривожланиш стратегиясининг устувор йўналиши миллий иқтисодиётга инвестиция маблағларини жалб этишнинг жозибадор муҳитини шакллантиришга қаратилиши муқаррардир.

Яқин келажакда мамлакатнинг ижтимоий-иқтисодий тараққиётини ривожланаётган давлатларнинг иқтисодий жиҳатдан юқори ривожланиш даражасига етказиб олишни мақсад қилган Ўзбекистон учун республиканинг инвестицион жозибадорлигини ошириш, инвестиция маблағларини ички капитал ресурслар ҳамда хорижий инвестиция ва кредитлар асносида кўпайишига эришиш муҳим аҳамият касб этади.

Шуни айтиш лозимки, дунё ҳамжамиятининг ҳозирги тараққиёт босқичида бирорта ҳам мамлакат инвестицияларсиз ижтимоий-иқтисодий ривожланишга эриша олмайди.

Инвестиция ресурсларини ўз вақтида миллий иқтисодиётларига жалб қилиш имконияти бўлмаган, пул маблағлари танқислигини бошидан кечираётган давлатлар, ижтимоий-иқтисодий ривожланиш бўйича дунё мамлакатлари даражасидан анча орқада қолиб кетишига олиб келади. Мазкур ҳолатнинг ечими, молиявий маблағлар ортиқча бўлган ривожланган мамлакатлардаги капитал ресурсларни, ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётига жалб қилиш ҳисобланади.

Инвестициялар ёрдамида қуйидаги вазифаларни ечиш мумкин:

Биринчидан, ички бозорда талабгор бўлган – импорт товарларни ўрнини босувчи маҳсулотларни ишлаб чиқарадиган янги корхоналарни қуриш, янги иш ўринларини шакллантириш имконини беради.

Иккинчидан, мамлакатда фаолият кўрсатаётган корхоналар ишлаб чиқаришини кенгайтириш ва истиқболли ривожланишни таъмин этувчи омил – миллий корхоналарнинг хусусий капитал ҳажмини тўлдиради.

Учинчидан, миллий иқтисодиётда технологик янгиланиш амалга ошади ва миллий саноат ишлаб чиқаришига янги техника ва замонавий ускуналар ўрнатилади ва натижада жаҳон бозорида рақобатлаша оладиган миллий маҳсулотлар ишлаб чиқарила бошлайди.

Тўртинчидан, миллий ишлаб чиқарувчилар томонидан кредит маблағлари ҳисобидан истиқболли лойиҳаларни амалга ошириш имкони яратилади.

Бешинчидан, миллий иқтисодиётнинг жаҳон иқтисодиётига интеграллашуви амалга ошади.

Демак, инвестициялар, макро ёки микро даражада бўлишидан қатъий назар иқтисодий ўсишни таъмин этувчи муҳим омилдир.

Миллий ишлаб чиқарувчи субъектлар иқтисодий фаолиятига инвестицияларни жалб этиш учун корхоналар миқёсида қуйидаги ишларни бажаришлари керак.

Биринчидан, пухта ишлаб чиқилган ва истиқболга эга бўлган бизнес-режага эга бўлишлари лозим. Инвесторлар ҳамма вақт уларнинг қўйилмалари келажакда фойда келтиришини билишга интиладилар.

Иккинчидан, инвесторлар фақат ўзлари ишонч қозонган корхоналарга инвестиция лойиҳаларини молиялаштирадилар. Яширин ва гумонли корхоналарга инвестиция қўйиш, фойдадан ажралиш билан баробар, шунинг учун, миллий корхоналарнинг молия-хўжалик фаолияти бўйича иқтисодий рейтинги юқори бўлиши зарур.

Учинчидан, корхоналар шаффоф ва очиқ фаолият юритишлари лозим. Бунинг учун бухгалтерия ҳисоби ҳужжатлари уларга қўйилган талаб даражасига жавоб бериши ва корхонанинг молия-хўжалик фаолияти ҳужжатлари бўйича якуний натижалари оммавий ахборот воситалари орқали жамият аъзоларига очиқ эълон қилиниши зарур.

Миллий иқтисодиёт ва унинг тармоқларига киритилган инвестицияларни таҳлил қиламиз.

Ўзбекистон Республикасида ижтимоий соҳа ва иқтисодиётни ривожлантириш учун барча молиялаштириш манбалари ҳисобидан 2019 йил, яъни фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йилида 189,9 трлн. сўм ёки 2018 йилга нисбатан 133,9 % асосий капиталга инвестициялар ўзлаштирилди (10.2-жадвал).

2019 йилда ўзлаштирилган асосий капиталга инвестицияларнинг 70,7 % ёки 134,3 трлн. сўм жалб этилган маблағлар ҳисобидан, қолган 29,3 %и ёки 55,6 трлн. сўм корхона, ташкилот ва аҳолининг ўз маблағлари ҳисобидан молиялаштирилди. 2019 йилда марказлашган молиялаштириш манбалари ҳисобидан молиялаштирилган асосий капиталга инвестицияларнинг улуши ўтган йилнинг мос давридаги улушига нибатан 3,1 % пунктга камайиб, 26,6 % ни ёки 50,7 трлн. сўмни ташкил этди.[1]

[1] https://stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитасининг расмий сайти маълумотлари.

10.2-жадвал

АСОСИЙ КАПИТАЛГА ИНВЕСТИЦИЯЛАР[1]

Кўрсаткич	Йиллар								
	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
Инвестициялар ҳажми, млрд.сўм	88,9	744,5	3165,2	16463,7	44 810,4	51232,0	72155,2	124231,3	189924,3
Ўсиш суръати, %	104,0	101,0	105,7	108,7	109,6	107,7	120,4	118,1	133,9
ЯИМ даги улуши, %	29,4	22,9	19,9	24,6	24,3	25,0	26,9	30,6	37,1
Аҳоли жон бошига, минг сўм	3,9	30,2	121,0	543,4	1331,4	1562,8	2112,6	3256,9	5655,8
Аҳоли жон бошига ўсиш суръати, %	102,1	99,6	104,5	107,0	107,7	105,8	118,4	116,1	131,4

ЯИМга нисбатан асосий капиталга инвестицияларнинг улуши 2019 йилда 37,9 % ни ташкил этиб, ўтган йилдагига нисбатан 6,5 % пунктга кўпайди. Мазкур кўрсаткич 2017 йилда 26,9 % ни ҳамда 2018 йилда – 30,6 % ни ташкил этган (10.2-жадвал). Қайд этиш лозимки, мазкур кўрсаткич дунё мамлакатлари миқёсида ҳисобланган инвестицияларнинг ўртача салмоғидан юқоридир. Аммо, мамлакатимиз ижтимоий-иқтисодий ривожланиш борасида стратегик мақсадларни белгилаб олган экан, уларни амалга ошириш учун миллий иқтисодиётга инвестициялар ҳажмини ошириш зарур бўлади.

Буни, *биринчидан*, ички инвестициялар ҳажмини кўпайтириш, *иккинчидан*, ташқи инвестицияларни миллий иқтисодиётга жалб қилиш негизида амалга ошириш мумкин.

Асосий капиталга ўзлаштирилган инвестицияларнинг юқори ўсиш суръатларига эришилишига салмоқли ҳисса қўшган қуйидаги йирик инвестиция лойиҳаларини келтириш мумкин:

- тозаланган метан асосида синтетик суюқ ёқилғи ишлаб чиқаришга мўлжалланган Шўртан газ-кимё мажмуаси қурилиши лойиҳаси бўйича ўзлаштирилган ҳажм;
- Навоий иссиқлик электр станциясида 450 МВт қувватли иккинчи буғ-газ қурилмасини кенгайтириш лойиҳаси бўйича ўзлаштирилган ҳажм;

[1] https://stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитасининг расмий сайти маълумотлари.

- Қорақалпоғистон Республикасида Тахиатош иссиқлик электр станциясида 230-280 МВт қувватли иккита буғ-газ қурилмаси қурилиши лойиҳаси бўйича ўзлаштирилган ҳажм;
- Қашқадарё вилоятида Хисор инвестиция блоки ва Устюрт ҳудудида маҳсулотни тақсимлаш бўйича битим асосида конлар билан ишлаш ва углеводород қазиб чиқаришни ташкил этиш лойиҳаси бўйича ўзлаштирилган ҳажм;
- «Навоийазот» АЖ да аммиак ва карбамид ишлаб чиқаришни ташкил этиш лойиҳаси бўйича ўзлаштирилган ҳажм ва бошқалар.

Республика бўйича асосий капиталга инвестицияларни аҳоли жон бошига кўрадиган бўлсак, 2019 йилда ушбу кўрсаткич 2018 йилга нисбатан 31,4 % га ошиб, 5655,8 минг сўмга етди (10.2-жадвал).

2019 йилда аҳоли жон бошига ҳисобланган асосий капиталга ўзлаштирилган инвестициялар ҳажми бўйича юқори кўрсаткичлар Навоий вилоятида – 17985,7 минг сўм (ёки 2018 йилга нисбатан ўсиш суръати 143,2 %), Тошкент шаҳрида – 16332,0 минг сўм (ёки 139,6 %), Сирдарё вилоятида – 7312,4 минг сўм (ёки 190,7 %), Қашқадарё вилоятида – 7246,1 минг сўм (ёки 123,6 %), Жиззах вилоятида – 5792,3 минг сўм (ёки 191,1 %), Бухоро вилоятида – 5167,3 минг сўм (ёки 89,9 %), Тошкент вилоятида – 5799,9 минг сўм (ёки 130,4 %) ва Сурхондарё вилоятида – 4705,5 минг сўм (ёки 145,6 %) қайд этилди.[1]

Асосий капиталга инвестицияларнинг молиялаштириш манбалари бўйича таркибида хорижий инвестиция ва кредитларнинг улуши салмоқли ҳисобланиб, 2019 йилда ушбу кўрсаткич 45,7 фоизни ташкил қилмоқда (10.3-жадвал). Бунда Ўзбекистон Республикаси кафолати остида хорижий кредитлар 14,7 фоизни, тўғридан-тўғри хорижий инвестиция ва кредитлар эса 31 фоизни ташкил этади. Ўзлаштирилган хорижий инвестиция ва кредитларнинг ЯИМдаги улуши 16,9 % ни ташкил этиб, 2018 йилга нисбатан 9,5 % пунктга кўпайди. Ўзлаштирилган жами хорижий инвестиция ва кредитларнинг доллар эквивалентидаги қиймати 9803,5 млн. АҚШ долларини ташкил этиб, ундан 4205,4 млн. АҚШ доллари

[1] https://stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитасининг расмий сайти маълумотлари.

тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни ёки жами хорижий инвестиция ва кредитларнинг 42,9 % ини ташкил этди.

Тижорат банклари кредитлари ва бошқа қарз маблағлари ҳисобидан Намунавий лойиҳалар асосида шаҳар ва қишлоқ жойларда турар жойлар қурилиши бўйича йирик давлат аҳамиятидаги ижтимоий инвестиция лойиҳаси амалга оширилмоқда.

Тўғридан-тўғри ва бошқа хорижий инвестиция ва кредитлар ҳисобидан қуйидаги йирик инвестиция лойиҳалари амалга оширилди:

- Қандим конлар гуруҳини ишлаб чиқаришга тайёрлаш ва газни қайта ишлаш заводининг қурилиши;
- Хаузак ва Шоди конларини ишлаб чиқаришга тайёрлаш, шунингдек Қувачи Олот конларини кенгайтириш;
- Ҳисор инвестиция блоки ва Устюрт ҳудудида маҳсулотни тақсимлаш бўйича битим асосида конлар билан ишлаш ва углеводород қазиб чиқаришни ташкил этиш;
- ОАЖ «Unitel» хорижий компанияси томонидан Тошкент шаҳрида уяли алоқа тизимини кенгайтириш;
- ОАЖ «Indorama Agro» хорижий компанияси томонидан Қашқадарё ва Сирдарё вилоятларида пахта тўқимачилик кластерида ишлаб чиқаришни ташкил қилиш.

2019 йилда Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси ҳисобидан иқтисодиётнинг нефт-газ, энергетика тармоқларига ўзлаштирилган инвестициялар ҳажми 6511,9 млрд. сўмни (3,4%) ва 2018 йилга нисбатан ўсиш суръати 71,2 % ни ташкил қилди.

Давлат бюджети маблағларининг жами асосий капиталга ўзлаштирилган инвестициялар ҳажмидаги улуши 7,6 % ташкил этиб, 2018 йилга нисбатан 1,1 % пунктга камайди (10.3-жадвал). Давлат бюджети маблағлари Ўзбекистон Республикаси инфратузулмасини ривожлантириш, ижтимоий соҳани қўллаб-қувватлаш ва турмуш тарзини яхшилаш мақсадларидаги манзилли инвестиция дастурини бажаришга йўналтирилди.

2019 йилда иқтисодиётнинг нодавлат секторида 154,3 трлн. сўм асосий капиталга инвестициялар ўзлаштирилди. Мазкур кўрсаткич жами инвестициялар ҳажмида Ўзбекистон Республикаси бўйича 81,2 % ни ташкил этди, шунингдек, Қашқадарё вилоятида – 95,4 % га етди, Сурхондарёда – 89,7 %, Фарғонада – 89,5 %, Наман-

10.3 - жадвал

АСОСИЙ КАПИТАЛГА ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИНГ МОЛИЯЛАШТИРИШ МАНБАЛАРИ БЎЙИЧА ТАРКИБИ,[1] ЖАМИГА НИСБАТАН ФОИЗДА

Манба	Йиллар						
	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
Асосий капиталга инвестициялар – жами	100	100	100	100	100	100	100
шу жумладан маблағлар ҳисобидан молиялаштирилди:							
республика бюджети	12,3	5,6	4,5	4,5	5,1	6,5	7,6
корхона ва аҳоли	57,5	49,0	52,9	53,0	44,5	39,3	29,3
банк кредитлари ва бошқа қарз маблағлари	3,8	9,7	11,8	11,1	13,3	14,9	13,1
хорижий инвестиция ва кредитлар	21,7	28,3	19,9	21,3	25,1	29,2	45,7
бюджетдан ташқари фондлар, тикланиш ва тараққиёт жамғармаси, суғориладиган ерларни мелиоратив ҳолатини яхшилаш фондларини қўшган ҳолда	4,8	7,4	x	x	x	x	x
давлат мақсадли фондлари, болалар спортини ривожлантириш ва реконструкция қилиш фондини қўшган ҳолда	x	x	10,9	10,1	12,0	12,8	4,3

ганда – 88,5 %, Андижонда – 86,9 %, Сирдарёда – 85,0 %, Тошкент шаҳрида – 84,9 % ни ташкил этди.

2019 йилда давлат бюджети маблағларининг асосий қисми Қорақалпоғистон Республикаси (давлат бюджети маблағлари ҳисобидан молиялаштирилган жами инвестицияларнинг 13,9 %), Тошкент (13,3 %), Самарқанд (12,0 %), Жиззах (11,0 %) ва Сирдарё вилоятларида (9,8 %) ўзлаштирилди.

2019 йилда жами асосий капиталга ўзлаштирилган инвестицияларнинг асосий қисми, яъни 52,5 % республиканинг тўртта ҳудудида, жумладан, Тошкент шаҳрида – 21,8 %, Қашқадарё вилоятида – 12,4 %, Навоий вилоятида – 9,4 % ва Тошкент вилоятида – 8,9 % ўзлаштирилган. Ҳудудларда асосий капиталга ўзлаштирилган инвестицияларнинг юқори ўсиш суръатлари Жиззах вилоятида 195,2%, (асосий капиталга ўзлаштирилган инвестиция-

[1] https://stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитасининг расмий сайти маълумотлари.

лар ҳажми 7919,3 млрд. сўм), Сирдарё вилоятида – 194,3% (6129,2 млрд. сўм), Хоразм вилоятида – 167,1 % (5566,8 млрд. сўм), Сурхондарё вилоятида – 148,8 % (12232,4 млрд. сўм), Навоий вилоятида – 145,7 % (17775,3 млрд. сўм), Тошкент шаҳрида – 142,5 % (41497,9 млрд. сўм), Андижон вилоятида – 142,3 % (8183,7 млрд. сўм) ва Фарғона вилоятида – 140,1 % (9164,2 млрд. сўм) тўғри келмокда (10.4-жадвал).

10.4-жадвал маълумотларидан кўринадики, Ўзбекистонда асосий капиталга инвестицияларни 2013 йилга нисбатан 2019 йилдаги ўсиш суръати 6,6 мартани ташкил қилган. Ушбу давр оралиғида юқори ўсиш суръати Наманган (11,5 марта), Навоий (11 марта), Сурхондарё (9,8 марта), Жиззах (7,8 марта), Қашқадарё (6,7 марта) вилоятларида ва Тошкент шаҳрида (8,3 марта) кузатилмокда.

10.4 - жадвал

ЎЗБЕКИСТОНДА АСОСИЙ КАПИТАЛГА ИНВЕСТИЦИЯЛАР ВА УЛАРНИ ҲУДУДЛАР БЎЙИЧА ТАҚСИМЛАНИШИ[1], МЛРД. СЎМ

Ҳудудлар номи	Йиллар						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Республика бўйича	28694,6	35233,3	41670,5	49770,6	60719,2	124231,3	189924,3
Қорақалпоғистон Респ.	2361,9	3917,8	5925,7	3718,9	2235	6046,4	8434,6
Андижон вилояти	1287,8	1423	1661	1987,3	2236	4055,9	8183,7
Бухоро вилояти	2871,6	3408,3	3866,1	5756,7	11008,9	7846,1	9867,0
Жиззах вилояти	1017,9	1038,5	1101,1	1247	1436,7	3169,2	7919,3
Кашқадарё вилояти	3498,8	4483,2	5590,5	7048,8	10181,9	15321,1	23525,3
Навоий вилояти	1622,6	1653	1685,4	2846,8	2784,5	10059,1	17775,3
Наманган вилояти	1059,3	1618,7	1966,4	2566,7	3052	7131,0	12187,0
Самарқанд вилояти	1915	2247,8	2854	3321,4	3307,1	5746,9	9798,6
Сурхондарё вилояти	1246,8	1339,5	1633,4	2005,2	2949,1	6111,0	12232,4
Сирдарё вилояти	804,7	927,2	1000,2	1240,9	1349,4	2154,6	6129,2
Тошкент вилояти	2982,9	3741,9	4055,7	3959,9	4301,8	9351,4	16935,1
Фарғона вилояти	1899,7	1998,4	2133	2404,5	2473,8	4978,4	9164,2
Хоразм вилояти	1148,5	1466,5	1343,4	1445,4	1877,1	2980,0	5566,8
Тошкент шаҳри	4977,1	5969,5	6854,6	10221,1	11525,9	21861,5	41497,9

[1] https://stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитасининг расмий сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

Ҳудудлар кесимида асосий капиталга киритилган инвестициялар номинал миқдорининг жами Республика бўйича ўртача кўрсаткичи орқали ҳар бир ҳудуднинг инвестицион фаоллигини аниқлаш мумкин бўлади.

10.5-жадвал маълумотларига кўра, Республикада асосий капиталга киритилган инвестициялардаги энг юқори кўрсаткич Тошкент шаҳрига тўғри келмоқда. Хусусан, жами асосий капиталга киритилган инвестицияларда Тошкент шаҳрининг улуши 2013 йилда 17,4 %ни ташкил қилган, 2014, 2015 йилларда нисбатан пасайиши кузатилган бўлса-да, 2016 йилга келиб 20,5%, 2019 йилда эса 21,8 % ни ташкил этган. Ушбу кўрсаткич бўйича таҳлил қилинаётган даврларда юқори ўсиш Қашқадарё (12,4 %),

10.5-жадвал

ЎЗБЕКИСТОНДА АСОСИЙ КАПИТАЛГА ИНВЕСТИЦИЯЛАРДА ҲУДУДЛАРНИНГ УЛУШИ[1]

(ЖАМИГА НИСБАТАН ФОИЗДА)

Ҳудудлар номи	Йиллар						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Республика бўйича 100	100	100	100	100	100	100	
Қорақалпоғистон Респ.	8,2	11,1	14,2	7,5	3,7	4,9	4,4
Андижон вилояти	4,5	4,0	4,0	4,0	3,7	3,3	4,3
Бухоро вилояти	10,0	9,7	9,3	11,6	18,1	6,3	5,2
Жиззах вилояти	3,6	3,0	2,6	2,5	2,4	2,6	4,2
Кашқадарё вилояти	12,2	12,7	13,4	14,2	16,8	12,3	12,4
Навоий вилояти	5,7	4,7	4,0	5,7	4,6	8,1	9,4
Наманган вилояти	3,7	4,6	4,7	5,2	5,0	5,7	6,4
Самарқанд вилояти	6,7	6,4	6,9	6,7	5,5	4,6	5,2
Сурхондарё вилояти	4,4	3,8	3,9	4,0	4,7	4,9	6,4
Сирдарё вилояти	2,8	2,6	2,4	2,5	2,2	1,7	3,2
Тошкент вилояти	10,4	10,6	9,7	8,0	7,1	7,5	8,9
Фарғона вилояти	6,6	5,7	5,1	4,8	4,1	4,0	4,8
Хоразм вилояти	4,0	4,2	3,2	2,9	3,1	2,4	2,9
Тошкент шаҳри	17,4	16,9	16,5	20,5	18,9	17,6	21,8

[1] https://stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитасининг расмий сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

Навоий (9,4 %) ва Тошкент (8,9) вилоятларида кузатилган бўлиб, 2019 йилда етакчи кўрсаткичларга эга бўлинмоқда (10.5-жадвал).

Асосий капиталга киритиладиган инвестицияларни ҳудудлар ижтимоий-иқтисодий тараққиётидаги ўрни ва аҳамиятини қуйидагилар билан изоҳлаш мумкин:

биринчидан, асосий капиталга киритиладиган инвестициялар кўламининг ўсиши юқори технологик тараққиёт ва интенсив иқтисодий ўсишнинг омили сифатида ЯҲМни йиллик ўсиш суръатига ижобий таъсир этади.

иккинчидан, иқтисодиётни диверсификация қилиш, таркибий ислоҳотларни амалга ошириш пировардида импорт ўрнини босувчи ва экспортбоп маҳсулотлар ишлаб чиқаришни йўлга қўйиш имкони яратилади;

учинчидан, мавжуд молиявий-инвестицион салоҳиятдан оқилона фойдаланиш контекстида тадбиркорлик фаолиятини кенг ривожланишига ва пировард натижада янги иш ўринларини яратилиши орқали аҳолининг турмуш фаровонлигини оширилишини таъминлайди. Натижада аҳоли даромадларини изчил ортиши ҳисобига иқтисодиётдаги ялпи талабнинг кенгайиши ишлаб чиқаришни янада ривожлантириш учун шарт-шароит яратади.

Жами асосий капиталга инвестициялардан ишлаб чиқариш саноатига ўзлаштирилган инвестициялар улуши 2019 йилда 2018 йилга нисбатан 5,2 ва 2017 йилга нисбатан эса 9,2 фоизли пунктга ошиб, 27,1 фоизни ташкил қилмоқда. 2019 йилда жами асосий капиталга инвестицияларнинг 65 %дан ортиғи қуйидаги иқтисодий фаолият турларига йўналтирилди: тоғ-кон саноати – 11,7 %, ишлаб чиқариш саноати – 27,1 %, ташиш ва сақлаш – 6,0 %, электр, газ ва буғ билан таъминлаш, ҳавони кондициялаш – 10,8 %, турар жой қурилишига – 10,2 % (10.6-жадвал).

10.6-жадвал маълумотларига кўра, асосий капиталга инвестициялардан қишлоқ, ўрмон ва баликчилик хўжалигига 2019 йилда 15141,0 млрд.сўм ўзлаштирилиб, жамига нисбатан 8,0 %ни ташкил қилди. Бу 2018 йилга нисбатан 4,7 фоизли пунктга кўп демакдир. Шунингдек, қурилиш ишларига 5260,2 млрд.сўм (2,8%) ва ахборот ва алоқа соҳасига 3241,3 млрд.сўм (1,7%) инвестициялар ўзлаштирилиб, ушбу соҳаларга ўтган йилга нисбатан мос равишда 0,5 ва 0,8 фоизли пунктга ўсди.

10.6 - ж а д в а л

ИҚТИСОДИЙ ФАОЛИЯТ ТУРЛАРИ БЎЙИЧА АСОСИЙ КАПИТАЛГА КИРИТИЛГАН ИНВЕСТИЦИЯЛАР ҲАЖМИ[1]

	2015 й.		2016 й.		2017 й.		2018 й.		2019 й.	
	Млрд. сўм	Жамига нисбатан %да	Млрд. сўм	Жамига нисбатан %да	Млрд. сўм	Жамига нисбатан %да	Млрд. сўм	Жамига нисбатан %да	Млрд. сўм	Жамига нисбатан %да
Жами	41670,5	100,0	48083,1	100	68423,9	100	107333,0	100	189924,3	100
Қишлоқ, ўрмон ва балиқчилик хўжалиги	1375,5	3,3	1646,4	3,4	2379,3	3,5	3561,1	3,3	15141,0	8,0
Тог-кон саноати	9701,1	23,3	7173,4	14,9	14203,8	20,8	12253,9	11,4	22319,4	11,7
Ишлаб чиқариш саноати	5346,2	12,8	8992,0	18.7	12238,1	17,9	23661,6	22,0	51433,3	27,1
Электр, газ ва буғ билан таъминлаш, ҳавони кондициялаш	2244,5	5,4	2722,6	5,7	5472,2	8,0	15241,1	14,2	20527,0	10,8
Сув билан таъминлаш, канализация, чиқиндиларни йиғиш ва қайта ишлаш	446,6	1,1	717,3	1,5	963,6	1,4	2587,8	2,4	4093,6	2,2
Қурилиш	1057,1	2,5	932,0	1,9	1427,9	2,1	2436,2	2,3	5260,2	2,8
Улгуржи ва чакана савдо, моторли транспорт воситалар ва мотоцикларни таъмирлаш	2028,8	4,9	2459,2	5,1	2508,9	3,7	4042,2	3,8	5903,8	3,1
Ташиш ва сақлаш	3739,5	9,0	5785,0	12,0	669,0	9,3	7969,5	7,4	11337,0	6,0
Овқатланиш ва яшаш бўйича хизматлар	476,3	1,1	929,7	1,9	550,8	0,8	1296,8	1,2	5591,4	2,9
Ахборот ва алоқа	985,3	2,4	1098,5	2,3	1926,1	2,8	920,1	0,9	3241,3	1,7
Молия ва суғурта фаолияти	511,4	1,2	345,4	0,7	801,9	1,2	1064,3	1,0	1519,4	0,8
Профессионал, илмий ва техник фаолият	895,4	2,1	501,9	1,0	553,6	0,8	1354,1	1,3	2032,2	1,1
Таълим	963,7	2,3	1330,6	2,8	1481,4	2,2	2772,1	2,6	4856,6	2,6
Соғлиқни сақлаш ва ижтимоий хизматлар кўрсатиш	950,2	2,3	1140,2	2,4	1605,8	2,3	2720,4	2,5	6077,6	3,2
Санъат, кўнгил очиш ва дам олиш	189,8	0,5	378,9	0,8	566,2	0,8	2157,3	2,0	5697,7	3,0
Жами фаолият турларидан ташқари: турар жой қурилиши га инвестициялар	9116,3	21,9	9394,2	19,5	11068,8	16,2	17695,8	16,5	19413,2	10,2
Бошқа фаолият тури	1642,8	3,9	2535,8	5,3	4306,5	6,2	5598,7	5,2	5317,9	2,8

[1] https://stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитасининг расмий сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

Юқоридаги таҳлилдан кўриниб турибдики, миллий ва чет эл инвесторларига яратилган шарт-шароитлар, хусусан, ўз вақтида меъёрий-ҳуқуқий базанинг шакллантирилгани инвестициялар миқдорининг йилдан-йилга ортишига сабаб бўлмоқда.

Шу билан бир қаторда, миллий иқтисодиётга инвестициялар ҳажмини, ички инвестициялар негизида кўпайтириш учун қуйидаги ишларни амалга ошириш лозим:

- жамғармаларни инвестицияга айлантириш билан боғлиқ миллий иқтисодиётда амал қилувчи мавжуд механизмни такомиллаштириш;
- тижорат банклари томонидан аҳоли қўлида мавжуд пул ресурсларини, хоҳ у миллий, хоҳ у хорижий валютада бўлсин жалб қилиш ва уларни тадбиркорлик субъектларига кредит маблағлари сифатида бериш;
- аҳоли қўлида йиғилган пул маблағларини «Тошкент» фонд биржаси орқали инвестиция жараёнига жалб қилиш ва ҳоказо.

Кўриниб турибдики, ички инвестиция маблағларини миллий иқтисодиётга янада жадал жалб қилиш, мамлакатимизда мавжуд капитал ресурсларни иқтисодиёт тармоқларига жалб қилиш механизмини такомиллаштириш билан боғлиқ босқични босиб ўтишни тақозо этади, яъни, бирмунча вақтни талаб қилади.

Миллий иқтисодиётга инвестициялар киритиш ҳажмини оширишда ички инвестицияларга альтернатив омил, бу фақат хорижий инвестициялар ва кредит маблағлари ҳисобланади.

Шундай экан, бугунги кунда хорижий инвестицияларни миллий иқтисодиётга жалб қилиш билан боғлиқ мавжуд барча ресурс ва захираларни ўрганиш ва қайтадан кўриб чиқиш, чет эл капиталини миллий корхоналарга жалб қилиш механизмини такомиллаштириш борасида иш олиб бориш лозим бўлади.

Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, юқоридаги масалаларнинг ижобий ҳал этилиши, миллий иқтисодиётга йўналтирилган ички ва хорижий инвестициялар ҳажмининг ортишига, барқарор иқтисодий ўсишни таъминлашга, пировардида мамлакатимиз тараққиётини юксалтириш, халқимиз фаровонлигини оширишга хизмат қилади.

Назорат учун саволлар

1. *Инвестиция тушунчасига таъриф беринг.*
2. *Инвестиция нормаси деганда нимани тушунасиз ва у қандай ҳисобланади?*
3. *Инвесторларнинг ҳуқуқлари ҳимоя қилиниши ва тартибга солиниши бўйича қандай меъёрий ҳужжатлар мавжуд?*
6. *Инвестиция фаолиятини молиялаштириш бўйича қандай манбаларни биласиз?*
7. *Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар деганда нимани тушунасиз ва унинг моҳиятини ёритинг?*
8. *Инвестиция лойиҳаларини минтақалар иқтисодиётини ривожлантиришдаги аҳамиятини ёритинг.*
9. *Инвестицияларни мамлакатимиз ижтимоий-иқтисодий ривожланишидаги ўрни қандай?*
10. *Инвестициялар миқдори қандай соҳаларни ривожлантиришга йўналтирилган?*

11-БОБ

ИНВЕСТИЦИЯ ФАОЛИЯТИ

11.1. Инвестиция фаолияти, унинг объектлари ва субъектлари

Инвестициялар ва инвестиция фаолияти бир-бирига жуда яқин тушунчалар ҳисобланади. Инвестицияларга берилган таърифга мувофиқ, инвестиция фаолияти асосан ***икки босқич***дан ташкил топади. Инвестициялар ҳаракатининг ***биринчи босқичи***да инвестиция ресурслари инвестициялаш объектларига қўйилади, яъни инвестиция фаолияти юз беради. ***Иккинчи босқич***да эса инвестиция объектларига қўйилган қўйилмалардан олинадиган даромад, самара акс этади.

Инвестиция фаолиятига тор ва кенг маънода таъриф бериш мумкин. Тор маънода инвестицион фаолият ёки инвестициялаш ресурсларни қўйилма сифатида қайта йўналтириш, яъни қайта тиклаш жараёнини ўзида акс эттиради. Бошқача қилиб айтганда, капиталнинг ҳозирги қийматини сақлаган ҳолда, жамғармаларни қайта тиклашдан иборат бўлади. Кенг маънода эса инвестицион фаолият – бу даромад (самара) олиш мақсадида инвестициялаш объектига маблағ қўйиш билан боғлиқ фаолиятдир. Яъни, қийматни капиталлаштириш, жамғармаларни кўпайтириш мақсадларида ресурсларни у ёки бу инвестицион объектга йўналтиришдан иборат. Мана шу жараённи инвестицион цикл ёки инвестицияларнинг доиравий айланиши дейиш мумкин. Бу ерда шуни таъкидлаб ўтиш керакки, инвестицияларнинг ўзлари ҳам инвестиция фаолиятининг объекти сифатида иштирок этади. Инвестициялар ўзларининг иқтисодий табиатига кўра мавҳум тушунча ҳисобланса, инвестиция фаолияти кўзда тутилган аниқ иқтисодий, ижтимоий натижага эришиш учун объектларнинг муайян ҳатти-ҳаракатлари, фаолиятлари мажмуидир.

Айрим адабиётларда инвестиция фаолияти иқтисодиётни ривожлантириш учун киритилган маблағлар билан боғлиқ бўлган функциялар мажмуаси сифатида тавсифланади.[1]

---

[1] *И.П.Николаева.* Инвестиции. Учебник. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2013. 256-б.

Инвестиция фаолияти иқтисодий жараённинг бир қисмидир. Бу ишлаб чиқаришни ривожлантиришни таъминлашнинг асосий шакли бўлиб хизмат қилади, аммо унинг асосий мақсадларига нисбатан бўйсунувчи характерни намоён этади, фақат ушбу мақсадларга эришиш воситаси сифатида киришади. Инвестиция фаолияти ҳажми алоҳида даврлар бўйича тақсимланмаган, бу алоҳида ишларни капитал сиғимининг ҳар хиллиги билан белгиланади. Инвестицияларнинг қоплаш муддати ва улардан самара олиниши маълум бир вақт оралиғига боғлиқ бўлади.

Россиялик иқтисодчи олимлар фикрича, инвестиция фаолияти – бу юридик ва жисмоний шахслар ҳамда давлатнинг иқтисодий ва ижтимоий самарага эришиш учун инвестиция жараёнини амалга ошириш мақсадида маблағларни жалб қилиш ва кўпайтиришга қаратилган фаолиятидир.[1]

Инвестиция фаолияти корхоналарда пул оқимининг мустақил турини шакллантиради, бу ***инвестиция оқими*** деб аталади. Ҳар қандай оқим сингари, инвестиция оқими ҳам кирим ва чиқим билан тавсифланади. Инвестициялар оқимининг чиқиб кетишига асосий воситалар ва номоддий активларни сотиб олишга инвестиция киритиш ҳамда айланма маблағларнинг ўсиши киради. Киримга эса, асосий восита элементлари ва номоддий активларни сотишдан тушган тушумлар киради.

Инвестиция фаолияти – бу фойда олиш ва бошқа фойдали самарага эришиш учун инвестицияни жалб қилиш ва амалий ҳаракатларни амалга оширишдир.[2] Инвестиция фаолияти жараёнида объектлар зарур инвестиция манбаларини топадилар, самарали инвестициялаш воситаларини танлайдилар, мувозанатли инвестиция дастури ва инвестиция портфелларини шакллантирадилар ҳамда уларнинг амалга оширилишини таъминлайдилар.

Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрда қабул қилинган «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги қонунида инвестицион фаолиятга қуйидагича таъриф берилган: инвестиция фаолияти – инвестиция фаолияти субъектларининг инвестицияларни амалга ошириш билан боғлиқ ҳаракатлари

---

[1] *Э.А.Михайлова*, Л.Н.Орлова. Экономическая оценка инвестиций. Учебное пособие. – Рыбинск: РГАТА, 2008. 176-б.

[2] *Г.П.Подшиваленко*, *Н.И.Лахметкина*, *М.В.Макарова*. Инвестиции. – М.: «КНОРУС», 2006. 21-б.

мажмуи. Мазкур таъриф инвестиция фаолиятига берилган лўнда таърифдир.

Умуман олганда, инвестиция фаолияти – бу жамғармалар, ресурслар, қўйилмаларнинг шундай бир яхлит ҳаракат жараёни бўлиб, келажакда маълум бир иқтисодий-ижтимоий ижобий натижаларга эришиш кўзда тутилади.

Дарҳақиқат, юқорида келтирилган қонуннинг 7-моддасида инвестиция ресурслари жумласига қуйидагилар киради:

- пул маблағлари (шу жумладан чет эл валютаси) ва бошқа молиявий маблағлар, шу жумладан кредитлар, пайлар, улушлар, акциялар ва бошқа қимматли қоғозлар;
- кўчар ва кўчмас мол-мулк (бинолар, иншоотлар, ускуналар, машиналар ва бошқа моддий қимматликлар) ҳамда уларга бўлган ҳуқуқлар;
- интеллектуал мулк объектлари, шу жумладан у ёки бу турдаги ишлаб чиқариш турини ташкил этиш учун зарур бўлган, техник ҳужжатлар, кўникмалар ва ишлаб чиқариш тажрибаси тарзида расмийлаштирилган, патентланган ёки патентланмаган (ноу-хау) техник, технологик, тижоратга оид ва бошқа билимлар;
- ер участкаларига ва бошқа табиий ресурсларга эгалик қилиш ҳамда улардан фойдаланиш ҳуқуқи, шунингдек мулк ҳуқуқларидан келиб чиқувчи бошқа ашёвий ҳуқуқлар.

Инвестиция фаолиятини тартибли яхлит бир тизим сифатида таҳлил қилиш нуқтаи-назаридан унга тааллуқли бўлган қуйидаги элементларни: ***субъектлари***, ***объектлари*** ва ***бошқа иқтисодий муносабатларини*** кўриб чиқамиз.

Инвестиция фаолияти ***субъекти*** деб инвесторлар (пул қўювчилар, харидорлар, буюртмачилар, кредиторлар ва бошқалар) ва инвестиция объектларидан фойдаланувчилар (юридик ва жисмоний шахслар, давлат, маҳаллий ҳокимият идоралари, хорижий мамлакатлар, халқаро ташкилотлар ва бошқалар), инвестиция фаолиятининг объектларидан фойдаланадиганлар ҳисобланадилар.

Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрда қабул қилинган «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги қонунига кўра қуйидагилар инвестицион фаолиятнинг субъектлари (инвесторлар ва иштирокчилар) бўлишлари мумкин: Ўзбекистон Республикасининг фуқаролари, якка тартибдаги тадбиркорлари

ва юридик шахслари – резидентлари, давлат бошқаруви органлари ва маҳаллий давлат ҳокимияти органлари, чет давлатлар, чет давлатларнинг маъмурий ёки ҳудудий органлари, халқаро ташкилотлар ҳамда чет эллик юридик шахслар ва фуқаролар, шунингдек фуқаролиги бўлмаган шахслар.

Инвесторлар қонун ҳужжатларига мувофиқ буюртмачи (маблағ киритувчи), кредитор, сотиб олувчи бўлишлари, шунингдек инвестиция фаолияти иштирокчиси вазифасини бажарувчи бўлишлари мумкин.

Инвестиция фаолиятининг иштирокчилари инвестор билан тузилган шартнома асосида инвесторнинг буюртмасини бажарувчи бўлишлари мумкин.

Юқоридагиларни инобатга олган ҳолда инвестиция фаолияти субъектларини шартли равишда қуйидагича умумлашган таснифга келтириш мумкин:

Инвестиция фаолиятини амалга оширувчи томонлар нуқтаи-назаридан субъектлар:

1) инвестор;
2) буюртмачи;
3) пудратчи;
4) инвестицион фаолият объектларидан фойдаланувчи ва бошқалар.

- *Инвестициялаш мақсади нуқтаи-назаридан:*
  1) стратегик инвесторлар;
  2) молиявий инвесторлар.
- *Ташкил этиш шакли нуқтаи-назаридан:*
  1) жисмоний шахслар;
  2) юридик шахслар.
- *Резидентлик нуқтаи-назаридан:*
  1) Ўзбекистон Республикаси субъектлари;
  2) хорижий субъектлар.

Инвестиция фаолиятининг асосий субъекти сифатида ***«инвестор»*** тушунчасининг моҳиятини аниқлаштириш лозим.

Кўпинча инвестор сармоя киритувчи сифатида, инвестициялаштириш эса қайсидир объектга пул киритиш тушунилади. Замонавий шароитда ушбу тушунчаларнинг мазмун-моҳияти кенгайди. Чунки, маблағни нафақат инвестор, балки ҳомий ва хайриячи ҳам киритиши мумкин, аммо улар инвестор ҳисобланмайди. Инвестиция киритган сармоядор ҳар доим аниқ иқтисодий мақсадларни

кўзлайди – фойда олиш ёки ишлаб чиқаришни назорат қилиш ва кейинчалик ўз капиталини кўпайтириш. Демак, фақат иқтисодий мақсадлар ва манфаатлар учун ишлаб чиқаришни ривожлантиришга маблағ киритадиган субъект инвестор деб ҳисобланиши мумкин.

Инвестор иқтисодий манфаатларини рўёбга чиқариш учун бир қатор ишларни амалга ошириши керак, жумладан: сармоянинг мақсадлари ва объектини аниқлаш, керакли суммани топиш, маълум ишлаб чиқариш элементларини ривожлантириш учун мавжуд маблағларни сарфлаш (яъни, пулни ишлаб чиқариш омилларига айлантириш) ва шундан кейингина ўз мақсадига эришишга имкон берадиган натижа олиш. Инвестициялар таъсири остида ўзгартирилган иқтисодий объект инвестор ёки бошқа хўжалик юритувчи субъектларнинг эҳтиёжларини қондириш учун ишлатилади. Шу сабабли, инвестиция фаолиятида кўплаб турли хил субъектлар иштирок этишади.

Инвесторлар орасида индивидуал ва институционал инвесторлар алоҳида ажралиб туради. ***Индивидуал инвестор*** – бу асосий фаолиятни ривожлантириш ёки ижтимоий муаммоларни ҳал қилиш учун инвестицияларни амалга оширадиган жисмоний ёки юридик шахс. ***Институционал инвестор*** – бу алоҳида субъектларнинг маблағларини жамлайдиган ва ўз номидан инвестиция фаолиятини амалга оширадиган молиявий воситачидир. Булар инвестиция компаниялари ёки турли хил фондлар бўлиши мумкин. Шунингдек, инвесторлар ***консерватив*** ва ***агрессив*** турларга ҳам бўлиниши мумкин. ***Консерватив*** инвесторлар сармояларини жалб қилишда юқори хавфли ҳолатлардан қочадилар ва ўз маблағларининг хавфсизлигини таъминлашга интиладилар, ***агрессив*** инвесторлар эса, аксинча, юқори даромад келтирадиган ва капиталнинг тез ўсишини таъминлайдиган юқори хавфли лойиҳаларни танлайдилар.

Шунингдек инвесторларни стратегик ва мураккаб турларга ҳам бўлиш мумкин. ***Стратегик инвесторлар***нинг молиявий манфаатларига инвестициялашнинг чегараланмаган муддатида кенг кўламли шартномалар киради. Улар келажакда назорат пакетини сотиб олиш орқали ўзлари ёқтирган компанияни қўлга киритиш мақсадида қимматли қоғозлар портфелларини шакллантирадилар. ***Мураккаб инвесторлар*** – бу энг юқори таваккалчиликларни ўз зиммасига оладиган юқори малакали мутахассислардир. Улар

фаолият соҳасини доимий диверсификация қилиш билан ажралиб турадилар.

Инвестиция фаолиятнинг объекти бўлиб, ишлаб чиқилган инвестиция лойиҳасини амалга ошириш ҳисобланади.

Ҳар қандай инвестиция фаолияти асосий субъектлар – инвесторлар ва фойдаланувчиларнинг мавжудлигини, шунингдек инвестицияларни амалга ошириш билан боғлиқ муносабатларни ўз ичига олади. Бўш маблағларга эга бўлган ва мавжуд объектга маблағ киритишни истаган ҳар қандай шахс инвестор бўлиши мумкин. Булар сармоядорлар, маҳсулот харидорлари, мижозлар, қарз берувчилар ва бошқалар бўлиши мумкин. Асосан, улар инвестициялаш жараёнида зарур бўлган тадбиркорлик фаолиятига бевосита аралашмайдилар, балки мижозлар орқали ўз манфаатларини ифода этадилар.

Инвесторлар инвестициялаш объектларини танлайдилар, улар инвестицияларнинг йўналишлари ва ҳажмини аниқлайдилар ҳамда улардан мақсадли фойдаланилишини назорат қиладилар. Уларнинг инвестиция фаолиятининг бошқа иштирокчиларидан фарқи шундаки, улар келгуси даврда даромад олиш учун бугунги кунда мавжуд ресурсларни тезкорлик билан истеъмол қилишни хоҳламайдилар. Инвесторлар инвестиция фаолиятининг бошқа иштирокчиларининг ҳар қандай функцияларини бирлаштиришлари мумкин.

Буюртмачи – инвесторлар томонидан инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш учун ваколат берилган жисмоний ёки юридик шахс. У тўғридан-тўғри инвестор ёки унинг ишончли вакили бўлиши мумкин. Иккинчи ҳолда, ваколати даврида буюртмачига инвестицияларга эгалик қилиш, фойдаланиш ва жойлаштириш ҳуқуқини беради. Буюртмачилар лойиҳани амалга ошириш бўйича зарур ишларни бажарадиган ***пудратчилар*** билан шартнома тузадилар. Бунда пудратчи сифатида иш олиб борувчи ташкилотнинг муайян иш турларига лицензияси бўлиши шарт.

Инвестиция фаолияти объектларидан ***фойдаланувчи*** сифатида ҳар қандай жисмоний ва юридик шахслар, давлат ва нодавлат ташкилотлари, хорижий давлатлар, халқаро бирлашмалар ва ташкилотлар фойдаланишлари мумкин. Инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш инвестиция фаолияти билан шуғулланувчи барча субъектларнинг иқтисодий манфаатларига мос келгандагина мумкин бўлади, уларнинг ҳар бири ушбу объектга инвестицияларни тезроқ амалга оширишдан манфаатдор бўлишлари керак.

Объект сифатида корхоналарнинг инвестиция фаолияти қуйидаги хусусиятлар билан тавсифланади:

- операцион даромадларни кўпайтириш ва ўзига хос бошқа операцион харажатларни камайтириш ҳисобига корхонанинг операцион фаолиятини ўсишини таъминлайди;
- инвестиция фаолиятининг шакллари ва усуллари операцион фаолиятга қараганда корхонанинг тармоқ хусусиятларига камроқ даражада боғлиқ;
- корхоналар инвестиция фаолиятининг кўлами молиявий ресурсларни тўплаш ва кулай ташқи иқтисодий шароитлардан фойдаланиш зарурати билан боғлиқ бўлган алоҳида даврлар бўйича нотекислик билан тавсифланади;
- инвестиция фойдаси ва самаранинг бошқа шакллари сезиларли кечикиш билан шаклланади, чунки маълум вақт давомида инвестиция ресурслари харажатлари ва самарани олиш ўртасида маълум бир вақт кетади;
- инвестиция фаолияти жараёнида мустақил пул оқимлари шакллантирилади;
- инвестиция фаолиятининг ўзига хослиги инвестиция рисклари деб аталадиган хавфларнинг алоҳида турлари билан тавсифланади, уларнинг даражаси операция рисклари даражасидан юқори бўлади.

Ижтимоий соҳа, тадбиркорлик, илмий ва қонун ҳужжатлари билан тақиқланмаган бошқа фаолият турларининг объектлари ***инвестиция фаолияти*** объектларидир.[1]

Уларни қуйидаги турларга ажратиш мумкин:

- ► мулкчиликнинг барча шаклларидаги янгидан барпо этиладиган асосий капитал;
- ► иқтисодиётнинг ҳамма соҳаларидаги муомала воситалари;
- ► корхона ва ташкилотларнинг қайта қуриладиган ва модернизация қилинадиган асосий капиталлари;
- ► илмий-техника маҳсулотлари, инвестиция лойиҳалари;
- ► ер участкалари.

Шуни таъкидлаб ўтиш керакки, инвестицияларнинг ўзлари ҳам том маънода инвестиция фаолияти объектининг ёркин кўринишидир.

[1] Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрда қабул қилинган «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги ЎРҚ-598-сон қонуни.

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, Ўзбекистон Республикаси қонунчилигига кўра барпо этилиши ва фойдаланилиши қонун ҳужжатларида белгиланган санитария-гигиена, радиация, экология, архитектура-шаҳарсозлик талабларига ва бошқа талабларга жавоб бермайдиган, юридик ва жисмоний шахсларнинг ҳуқуқларини, эркинликларини ҳамда қонун билан қўриқланадиган манфаатларини бузадиган объектларга инвестиция қилиш тақиқланади.

Инвестиция фаолиятининг иқтисодий мазмунини субъектларнинг ўзаро ҳамкорлиги ва иқтисодиётнинг барча соҳаларида инвестицияларни турли шаклларда амалга ошириш билан боғлиқ муносабатлар ва алоқалар йиғиндиси ташкил этади. Демак айтиш мумкинки, инвестиция фаолияти ва уни амалга ошираётган ўзаро боғлиқ объектлар ва субъектларнинг (инвесторлар ва фойдаланувчилар) муносабатлари йиғиндисидан иборат.

Инвестиция фаолиятини жадал амалга оширишнинг муҳим шартларидан бири уни қайси маблағлар ҳисобидан амалга оширишга боғлиқ. Бозор муносабатларига ўтишнинг дастлабки йилларида инвестициялар фақат давлат маблағлари ёки давлат капитал қўйилмаларини ўзлаштириш ҳисобига амалга оширилар эди. Инвестиция фаолиятининг асосий манбалари бўлиб, корхона ва ташкилотларнинг ўз маблағлари ва давлат бюджети даромадлари ҳисобланар эди.

Умуман айтганда, тадбиркорлик, ишбилармонлик ва бошқа давлат томонидан тақиқланмаган фаолиятларни барча инвесторлар томонидан амалий равишда йўлга қўйиш, маблағлар сарф этиш ва уларни ҳаётга татбиқ этиш чора ва тадбирларининг йиғиндиси инвестицион фаолиятни англатади.

Инвестиция фаолиятининг иштирокчиси – инвестицияларнинг амалга оширилишини буюртмаларни бажарувчи сифатида ёки инвесторнинг топшириғи асосида таъминлайдиган инвестиция фаолияти субъектидир.

Инвестиция фаолияти иштирокчиси:

- биржа, танлов ва тендер савдоларининг, электрон дўконларнинг ва ким ошди савдоларининг иштирокчиси бўлишга;
- инвесторлар билан уларнинг буюртмаларини бажариш юзасидан шартномалар тузишга;
- агар шартномада бошқача тартиб белгиланмаган бўлса, ўзининг инвестор олдидаги мажбуриятларини бажаришга бошқа шахсларни жалб қилишга ҳақли.

Инвестиция фаолияти иштирокчиси:

- қонун ҳужжатларида белгиланган нормалар, қоидалар ва стандартларга, шу жумладан рақобат тўғрисидаги, коррупцияга қарши курашиш тўғрисидаги, инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисидаги, меҳнат тўғрисидаги, шаҳарсозлик тўғрисидаги ва атроф-муҳитни муҳофаза қилиш тўғрисидаги қонун ҳужжатлари талабларига риоя қилиши;
- шартнома шартларини ўз вақтида ва лозим даражада бажариши;
- шартнома шартларини бажармаганлиги ёки лозим даражада бажармаганлиги сабабли инвесторга етказилган зарарларнинг ўрнини қоплаши;
- давлат бошқаруви органлари ва маҳаллий давлат ҳокимияти органларининг ўз ваколатлари доирасида қўйиладиган талабларини бажариши шарт.

11.2. Инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбалари ва шакллари

Сўнгги йилларда янги Ўзбекистон иқтисодиётида тубдан таркибий ўзгаришлар амалга оширилмоқда, бундай ўзгаришлар инвестициялар ва инвестиция фаолияти билан боғлиқ муносабатларда ҳам кузатилмоқда. Хусусан, чет эллик ҳамда маҳаллий инвесторлар томонидан амалга ошириладиган инвестициялар ва инвестиция фаолияти соҳасидаги муносабатларни тартибга солиш мақсадида 2019 йил 25 декабрда Ўзбекистон Республикасининг «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги Қонуни қабул қилинди.[1]

Қонун доирасида макро даражада инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг умумий манбалари сифатида *инвестиция ресурслари* ва *марказлаштирилмаган инвестицияларнинг манбалари* келтирилган. Жумладан, ***инвестиция ресурслари*** жумласига қуйидагилар киритилган:

- пул маблағлари (шу жумладан чет эл валютаси) ва бошқа молиявий маблағлар, шу жумладан кредитлар, пайлар, улушлар, акциялар ва бошқа қимматли қоғозлар;

[1] Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Ивестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги ЎРҚ-598-сон Қонуни.

- кўчар ва кўчмас мол-мулк (бинолар, иншоотлар, ускуналар, машиналар ва бошқа моддий қимматликлар) ҳамда уларга бўлган ҳуқуқлар;
- интеллектуал мулк объектлари, шу жумладан у ёки бу турдаги ишлаб чиқариш турини ташкил этиш учун зарур бўлган, техник ҳужжатлар, кўникмалар ва ишлаб чиқариш тажрибаси тарзида расмийлаштирилган, патентланган ёки патентланмаган (ноу-хау) техник, технологик, тижоратга оид ва бошқа билимлар;
- ер участкаларига ва бошқа табиий ресурсларга эгалик қилиш ҳамда улардан фойдаланиш ҳуқуқи, шунингдек мулк ҳуқуқларидан келиб чиқувчи бошқа ашёвий ҳуқуқлар.

Марказлаштирилмаган инвестицияларнинг манбалари қуйидагилардан иборат:

- инвесторнинг шахсий маблағлари;
- Ўзбекистон Республикасининг кафолатисиз олинган, шу жумладан чет эл банкларидан олинган банк кредитлари;
- тўғридан-тўғри чет эл инвестициялари.

Микро даражада инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбаларини шакллантириш мамлакат иқтисодиёти, хўжалик юритувчи субъектларнинг молиявий ҳолатини инобатга олган ҳолда уларнинг инвестиция салоҳиятини шакллантириш манбалари таркибини оптималлаштириш ва улардан мақсадли фойдаланишни таҳлил қилишни назарда тутади.

Бозор муносабатлари ва муҳитининг доимий ўзгариб туриши шароитида хўжалик юритувчи субъектлар инвестиция фаолиятининг молиялаштириш манбалари таркибининг самарадорлигини ва сифатини мониторинг қилиб бориш муҳим аҳамият касб этади. Инвестиция жараёнларини молиялаштириш тизими, инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбалари ва усуллари уйғунлигида шаклланади. Бозор муносабатлари шароитида инвестицияларни молиялаштириш манбаларнинг мавжудлиги хўжалик юритувчи субъектларнинг инвестиция фаолиятидаги асосий муаммолардан ҳисобланади.

Ҳар қандай инвестиция жараёнларини молиялаштириш шароитида бир томондан лойиҳаларни амалга ошириш вақтида инвестициялар барқарорлигини таъминлаш бўлса, бошқа томондан солиқ ва бошқа имтиёзлари, шунингдек молиявий маблағлардан

самарали фойдаланиш ҳисобига харажатлар ва хатарларни пасайтиришни таъминлаш лозим. Хусусан бундай шароитда хўжалик юритувчи субъектларнинг инвестиция фаолиятини давлат томонидан қўллаб-қувватлаш бўйича имтиёз ҳамда преференциялар муҳим аҳамият касб этади. Жумладан, Ўзбекистон Республикасининг «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги Қонунининг 34-моддасига мувофиқ хўжалик юритувчи субъектларга қуйидаги имтиёз ва преференциялар тақдим этилади:

- давлат мулки бўлган объектларни ёки уларга бўлган мулкий ҳуқуқларни имтиёзли ёки нолга тенг харид қиймати бўйича инвесторга бериш;
- солиқлар ва тўловлар бўйича имтиёзлар бериш;
- инвестиция лойиҳасини амалга ошириш учун инвестор томонидан олинадиган кредитлар бўйича фоиз ставкаларини субсидиялаш.

Хусусан, *имтиёзлар* ва *преференциялар* қуйидагиларга қараб берилади:

- инвестициялар ҳажмига;
- инвестиция лойиҳаси амалга ошириладиган жойнинг шарт-шароитларига;
- кутилаётган ижтимоий-иқтисодий самарага ва янги иш ўринларини яратишга;
- инвестиция лойиҳасини амалга ошириш соҳалари ва тармоқларига.

Хўжалик юритувчи субъектлар инвестиция фаолиятини молиялаштириш зарур миқдордаги маблағлар манбаларини аниқлаш ва жамғаришдан бошланади. Жумладан, инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбалари турли хил бўлиши мумкин, масалан:

а) ***хўжалик юритувчи субъектлар ўз молиявий маблағлари***, яъни фойда, амортизация ажратмалари, табиий офат (ёнғин, сув тошқини ва бошқалар) оқибатлари натижасидаги йўқотишларни қоплаб бериш кўринишидаги суғурта ташкилотларига тўланадиган маблағлар, бошқа актив турлари (асосий воситалар, ер участкалари ва бошқалар) ва жалб қилинган маблағлар, масалан акцияларни сотишдан олинган маблағлар, хўжалик юритувчи субъектларнинг юқори органи ҳисобланган холдинг ва акциядорлик компаниялар, саноат-молия гуруҳларининг беғараз маблағлар ва бошқа бадаллар;

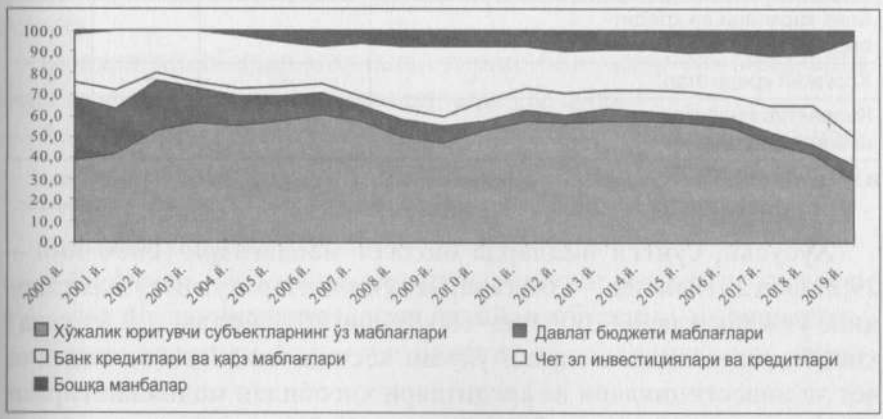
б) ***беғараз ва имтиёзли тартибда бюджет ҳисобидан ажратиладиган мақсадли маблағлар*** (республика, Қорақалпоғистон Республикаси бюджети, вилоятлар ва Тошкент шаҳар маҳаллий бюджетлари, туманлар ва шаҳарлар бюджетлари ва бошқалар), давлат мақсадли жамғармалари, бюджетдан ташқари жамғармалар, тадбиркорлик фаолиятини ривожлантиришни қўллаб-қувватлаш давлат жамғармаси;

в) ***чет эл инвестициялари*** – қўшма корхоналар устав капиталини шакллантиришда молиявий ва бошқа шаклларда иштирок этувчи юридик ва жисмоний шахсларнинг маблағлари, шунингдек амалдаги қонунчиликка зид бўлмаган молиявий муассасалар ва ҳалқаро ташкилотларнинг турли хил мулкчилик шакли ва жисмоний шахсларнинг тўғридан-тўғри молиявий маблағлари;

г) ***қарз маблағлари*** – давлат ва тижорат банклари, хорижий инвесторлар (масалан Жаҳон банки, Европа тараққиёт ва ривожланиш банки, ҳалқаро жамғармалар, агентликлар ва йирик суғурта компаниялари) томонидан қайтариш шарти билан тақдим этиладиган кредитлар, векселлар ва бошқалар.

д) ***ноанъавий молиялаштириш***, яъни синдикатли кредитлаш, венчурли молиялаштириш, селенг ва бошқа усуллари.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистонда инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг асосий манбалари бўйича таркиби таҳлиллари шуни кўрсатмоқдаки, молиялаштириш манбалари бўйича беқарор тебраниш динамикасига эга бўлмоқда (11.1-расм).



11.1-расм. **Ўзбекистонда инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг асосий манбалари бўйича таркибий динамикаси (%).**

11.1-жадвал

ХЎЖАЛИК ЮРИТУВЧИ СУБЪЕКТЛАР ИНВЕСТИЦИЯ ФАОЛИЯТИНИ МОЛИЯЛАШТИРИШ МАНБАЛАРИНИНГ ТАШКИЛИЙ ТАРКИБИ

Молиялаштириш манбаларининг ташкилий шакллари	Инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбалари			
	Хўжалик юритувчи субъектларнинг ўз ва жалб қилинган маблағлари	Бюджет ва бюджетдан ташқари давлат маблағлари	Хорижий инвестициялар	Қарз маблағлари
Акциядорлик жамиятлари маблағлари ҳисобидан молиялаштириш				
Устав капиталини шакллантириш	+	+	+	–
Корпоратив молиялаштириш	+	+	+	+
Бюджет маблағлари ҳисобидан молиялаштириш				
Қайтариш шарти билан бериладиган бюджет кредитлари	–	+	–	–
Бюджет ҳисобидан ажратиладиган бегараз маблағлар	–	+	–	–
Мақсадли давлат инвестиция дастурлари	–	+	–	–
Давлат иштирокида молиялаштириладиган лойиҳалар	–	+	+	+
Лойиҳаларни молиялаштириш	–	+	+	+
Қарз маблағлари ҳисобидан молиялаштириш				
Лизинг	–	–	+	+
Банк қарзлари ва кредитлари	–	+	+	+
Хорижий кредитлар	–	–	+	+
Коллектив инвесторлар инвестициялари	–	–	+	+

Изоҳ: (+) – кўрсатилган манбанинг ушбу ташкилий шаклда фойдаланилганини билдиради;
(–) – кўрсатилган манбанинг ушбу ташкилий шаклда қўллаб бўлмаслигини билдиради.

Хусусан, сўнгги йилларда бюджет маблағлари (2000 йил – 29,2%дан 2019 йилда – 7,6%гача) ва хўжалик юритувчи субъектларнинг ўз маблағлари (2006 йил – 60,3%дан 2019 йилда – 29,3%гача) ҳисобидан молиялаштириш улуши кескин камайган ва аксинча чет эл инвестициялари ва кредитлари ҳисобидан молиялаштириш (2013 йилда – 18,1%дан 2019 йилда – 45,7%гача) барқарор ўсиш тенденциясига эга.

Шу ўринда бугунги кунда Ўзбекистонда фаолият юритаётган хўжалик юритувчи субъектларнинг инвестиция фаоллигини ошириш учун етарли молиявий ресурслар салоҳияти мавжуд. Биринчидан, жамғариш манбаи сифатида амортизация ажратмаларини иқтисодий аҳамиятини тиклаш, иккинчидан аҳолининг молиявий жамғармаларини хўжалик юритувчи субъектларни узоқ муддатли инвестициялаш мақсадида оқилона жалб қилиш.

Хўжалик юритувчи субъектлар инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбаларининг ташкилий таркиби 11.1-жадвалда келтирилган.

Шу ўринда, инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг энг кўп тарқалган ва замонавий шаклларига тўхталиб ўтамиз.

Бюджет маблағлари ҳисобидан молиялаштириш. Бюджет ҳисобидан молиялаштириш манбалари одатда республика бюджети, Қорақалпоғистон Республикаси бюджети, вилоятлар ва Тошкент шаҳар маҳаллий бюджетлари, туманлар ва шаҳарлар бюджетларидан шаклланади.

Давлат инвестицияларини олувчилар давлат дастурларини амалга оширишда иштирок этувчи давлат ташкилотлари ва юридик шахслар бўлиши мумкин. Молиялаштириш қарорлар қабул қилиш даражасидан келиб чиққан ҳолда амалга оширилади. Республика даражасида давлат мулки ҳисобланган объектлар ва давлат дастурлари, ҳудудлар даражасида эса муайян ҳудуд мулки ҳисобланган объектлар, ҳудудий лойиҳалар ва дастурлар молиялаштирилади.

Бюджет ҳисобидан молиялаштириш бир қатор тамойилларга амал қилган ҳолда амалга оширилади.[1] Хусусан:

- *минимал харажатлар билан максимал иқтисодий ва ижтимоий самара олиш.* Яъни, бюджет маблағлари фақат энг юқори натижани таъминлайдиган лойиҳалар учун ажратилишим лозим;
- *бюджет маблағлари ишлатилишининг мақсадли хусусияти.* Бу шуни англатадики, муайян объектни молиялаштириш тегишли йил учун бюджет тасдиқлангандан кейин

[1] *И.В.Сергеев, И.И.Веретенникова.* Организация и финансирования инвестиций: учеб. пособие. – М.: «Финансы и статистика», 2001. 77-б.

амалга оширилади ва шу асосда олдин белгиланган йўналишлар бўйича маблағлар сарфланиши назорат қилинади.

Лойиҳаларни молиялаштириш шакли Ўзбекистонда инвестиция фаолиятини молиялаштириш амалиётда яқиндан бошлаб қўлланилмоқда. Ваҳоланки, ривожланган давлатларда ушбу молиялаштириш шаклидан узоқ йиллардан буён фойдаланиб келинмоқда.

Инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг ушбу шаклини қарз мажбуриятларига хизмат қилувчи лойиҳаларни молиялаштириш манбаи сифатида тавсифлаш мумкин. Бунда молиялаштирувчи субъектлар амалга оширилаётган лойиҳа учун инвесторлар томонидан киритилаётган ссудалар, займлар ёки бошқа турдаги маблағларни қоплашни таъминлай олиши нуқтаи назаридан инвестиция объектини баҳолайди.

Лойиҳаларни молиялаштириш давлат субсидиялари ёки корпоратив манбаларнинг молиявий қўйилмаларига бевосита боғлиқ эмас.

Ўз маблағлари ҳисобидан молиялаштириш. Бу молиялаштириш шакли маҳсулот ишлаб чиқариш, техник ва ишлаб чиқариш базасини кенгайтириш бўйича харажатларни тўлиқ қоплашга асосланади, яъни ҳар бир хўжалик юритувчи субъект ўзининг жорий ва капитал харажатларини ўз маблағлари манбалари ҳисобидан қоплайди.

Ҳар қандай хўжалик юритувчи субъект ўз маблағлари ҳисобидан молиялаштиришга интилиши лозим, шундагина молиявий муаммолар вужудга келмайди ва банкротлик хатари камаяди. Бундан ташқари, ўз маблағлари ҳисобидан молиялаштириш хўжалик юритувчи субъектнинг молиявий ҳолатининг яхшилиги ва муайян рақобат афзалликлари мавжудлигини англатади.

Маълумки, хўжалик юритувчи субъектнинг ўз маблағларининг асосий манбаи *тоза фойда* ва *амортизация ажратмалари* ҳисобланади. Ўз маблағлари ҳисобидан молиялаштириш тамойилини юқори харажатлар билан маҳсулот (хизматлар) ишлаб чиқарувчи паст рентабелли хўжалик юритувчи субъектларда объектив сабаблар туфайли ҳали таъминлаб бўлмайди. Бунга уй-жой коммунал хўжалиги, йўловчи тарнспорт, қишлоқ хўжа-

лиги ва бошқа давлат бюджетидан молиялаштириладиган хўжалик юритувчи субъектларни киритиш мумкин.

Акциядорлик жамиятлари маблағлари ҳисобидан молиялаштириш капитал бозорларга акцияларни чиқариш орқали молиявий маблағлар шаклланишини назарда тутади.

Акция – бу қимматли қоғоз бўлиб, ўз эгасининг акциядорлик жамияти капиталида ҳиссаси борлиги ва шунга мувофиқ топилган фойданинг бир қисмини дивиденд шаклида олишини, шунингдек акциядорлик жамияти ва уни тугатилишидан кейин қолган мулкнинг бир қисмини бошқариш ҳуқуқини тасдиқлайди.

Дивидендлар акциядорларга акциядорлик жамияти фаолиятининг йил якуни бўйича тўланади. Дивидендлар пул маблағлари, айрим ҳолатларда жамият уставида назарда тутилган бошқа мулклар кўринишида, жамиятнинг соф фойдасидан тўланади.

Қарз маблағлари ҳисобидан молиялаштириш асосан молиявий бозорлардан жалб қилинган маблағлар, яъни банк кредитлари, юридик ва жисмоний шахсларнинг қарз маблағларидан амалга оширилади.

Кредитлаш – бу хўжалик юритувчи субъектни қайтариладиган молиялаштириш шакли ва банкларнинг анъанавий хизмат тури ҳисобланади. Замонавий бозор муносабатлари шароитида кредитлашга бўлган ёндашувлар сезиларли ўзгарди. Бугунги кунда хўжалик юритувчи субъект ҳисоб рақами очилган банк билан бир қаторда ҳар қандай банкда ва ҳоҳлаган инвестиция талабига қараб кредит олишлари мумкин.

Хўжалик юритувчи субъектни кредитлаш кредит шартномасига мувофиқ амалга оширилади. Жумладан, кредитнинг қайтаришлик, муддатлилик, тўланганлик, таъминланганлик ва мақсадли хусусияти каби тамойиллари асосида кредитлаш амалга оширилади. Хўжалик юритувчи субъектнинг инвестицияга бўлган талабидан келиб чиқиб қисқа ва узоқ муддатли кредитларга ажратилиши мумкин.

Қисқа муддатли банк кредитлари хўжалик юритувчи субъектнинг айланма маблағларини шакллантириш манбаидан бири ҳисобланади. У хўжалик юритувчи субъектнинг жорий фаолияти билан боғлиқ инвестицияларга бўлган талабини қондириш имконини беради.

Жумладан, капитал харажатлар учун кредитни бир йилдан ортиқ муддатга олиш мумкин. Бу ҳолатда ушбу кредит хўжалик юритувчи субъект ривожланишига йўналтирилган қарз маблағлари сифатида гавдаланади.

Узоқ муддатли банк кредитлари объекти сифатида хўжалик юритувчи субъектнинг қуйидаги:

- ишлаб чиқариш ва ишлаб чиқариш билан боғлиқ бўлмаган объектларни қуриш, кенгайтириш ва реконструкция қилиш;
- кўчириб бўладиган ва кучмас мулкни сотиб олиш;
- янги корхонани ташкил этиш;
- илмий-техник ва инновацион маҳсулотлар, интеллектуал мулк ва бошқа мулк объектларини ташкил этиш харажатларини киритиш мумкин.

Ҳар бир молиялаштириш шаклининг ўзига хос афзал ва нуқсонлари бўлиб, уларни фақат молиялаштиришнинг муқобил вариантлари билан солиштириш асосида тўғри баҳолаш мумкин.

Шу ўринда инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг ўзига хос замонавий манбалари ва шаклларига тўхталиб ўтсак. Хусусан, ривожланган мамлакатлар иқтисодиётида анчадан буён кенг фойдаланилаётган ва Ўзбекистон иқтисодиёти учун янги ва самарали бўлган молиялаштиришнинг қуйидаги шакллари лизинг, ипотека кредитлаш ва венчур маблағлари ҳисобланди.

Уларнинг вужудга келишини илмий-техник ва инновацион тараққиёт шароитида инвестицияларга бўлган талаб ва уларни анъанавий молиялаштириш манбалари билан тўлиқ қаноатлантириб бўлмаслиги билан боғлаш мумкин.

Лизинг ўтган асрнинг 50-йилларида АҚШда ва Европа давлатларида эса 60-йилларда юзага келган. Бугунги кунда инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг лизинг шартлари жаҳоннинг кўпгина мамлакатларида кенг тарқалган. Хусусан, бугунги кунда Японияда лизинг шартлари асосида инвестиция фаолиятини молиялаштириш улуши 25%гача, Европа капитал бозорида эса 15%ни ташкил этмоқда.

Лизинг Ўзбекистон иқтисодиётига мустақиллик йиллари бошида кириб келган бўлиб, бугунги кунда банкларнинг асосий банк хизматлари ва алоҳида лизинг компаниялари сифатида жа-

дал ривожланиб бормоқда. Жумладан, лизинг тартиби ва операциялари қонуний-меъёрий хужжатларда ўз аксини топди. Жумладан, 1999 йил 14 апрелда Ўзбекистон Республикасининг «Лизинг тўғрисида»ги қонуни қабул қилинди. Қонунда лизингни амалга ошириш пайтида юзага келадиган муносабатларни тартибга солувчи тартиб қоидалар берилган.

Лизинг – бу молиявий ижаранинг алоҳида тури бўлиб, унда бир тараф (лизинг берувчи) иккинчи тарафнинг (лизинг олувчининг) топшириғига биноан учинчи тарафдан (сотувчидан) лизинг шартномасида шартлашилган мол-мулкни (лизинг объектини) мулк қилиб олади ва уни лизинг олувчига шу шартномада белгиланган шартларда ҳақ эвазига эгалик қилиш ва фойдаланишдир.

Лизинг объектлари. Тадбиркорлик фаолияти учун фойдаланиладиган истеъмол қилинмайдиган ҳар қандай ашёлар, шу жумладан корхоналар, мулкий комплекслар, бинолар, иншоотлар, ускуналар, транспорт воситалари ҳамда бошқа кўчар ва кўчмас мулк лизинг объектлари бўлиши мумкин. Ер участкалари ва бошқа табиий объектлар, шунингдек муомаладан чиқарилган ёки муомалада бўлиши чекланган бошқа мол-мулк лизинг объектлари бўлиши мумкин эмас.

Лизинг берувчи. Лизинг шартномаси бўйича лизинг олувчига келгусида топшириш мақсадида лизинг объектини мулк қилиб олувчи шахс лизинг берувчи субъект.

Лизинг олувчи. Эгалик қилиш ва фойдаланиш учун лизинг шартномаси бўйича лизинг объектини олаётган шахс.

Лизинг тўловлари. Лизинг тўловлари лизинг берувчига лизинг объекти қийматининг лизинг олувчи томонидан қопланишидан, шунингдек лизинг берувчининг фоизли даромадидан иборат бўлади. Лизинг тўловлари шартноманинг бутун амал қилиш муддатига тақсимланади ва бўлиб-бўлиб тўланади. Лизинг тўловларининг миқдорлари ва даврийлиги лизинг шартномаси билан белгиланади.

Ривожланган давлатларда лизинг операцияларини амалга ошириш амалиётида лизингнинг қуйидаги турлари кенг тарқалган:

- оперативлизинг;
- молиявий лизинг;
- қайтариладиган лизинг;
- улушли лизинг;
- тўғридан-тўғри лизинг;
- сублизинг.

Юқорида келтирилган лизинг турларининг асосида оператив ва молиявий лизинг шакллари ётади.

Оператив лизинг – бу жорий ижара шартномасидир. Одатда, бундай шартномалар муддати ижарага олинган активлар амортизациясининг тўлиқ давридан кам бўлади. Оператив лизингнинг асосий ажралиб турадиган жиҳати – лизинг олувчи шартномани муддатидан олдин тўхтатиш ҳуқуқига эга.

Оператив лизинг объектига тез эскирадиган асбоб-ускуналар ва доимий сервис хизматларини талаб этувчи техника ва технологиялар киради. Жумладан, оператив лизинг ижарачилар учун фойдали ҳисобланади.

Оператив лизинг камчиликлари – бошқа лизинг шаклларига нисбатан ижара ҳақининг юқорилиги, бўнак ва олдиндан тўлов бўйича шартлар қаттиқлиги ва бошқа жиҳатларидир.

Молиявий лизинг – ижарачи томонидан тўлов ҳисобига ижарага олинган жиҳознинг тўлиқ амортизациясини назарда тутувчи узоқ муддатли шартномадир. Модомики, бундай шартномада лизинг олувчи шартномани муддатидан олдин тўхтатиш ҳуқуқига эга эмас. Лизингнинг бундай шаклида мулкни ўрнатиш ва жорий хизмат кўрсатиш билан боғлиқ харажатлар одатда ижарачига юкланади. Кўп ҳолларда бундай шартномалар муддати тугаши билан мулкни қолдиқ қийматда ёки имтиёзли шартларда сотиб олиш ҳуқуқи ижарачиларга берилади.

Молиявий лизинг объектига кўчмас мулк (ер, бино ва иншоотлар), шунингдек узоқ муддатли ишлаб чиқариш воситаларини киритиш мумкин.

Молиявий лизинг бошқа икки турдаги – қайтариладиган ва улушли лизинг шаклланишига асос бўлади.

Қайтариладиган лизинг – сотувчи асбоб-ускуналарни бошқа томон учун сотиш билан бир вақтда уни сотиб олувчидан узоқ муддатли ижарага олиш бўйича икки томонлама шартномани ўзида акс эттиради. Бу ерда сотиб олувчи сифатида тижорат банклари, инвестиция, суғурта ёки лизинг компаниялари бўлиши мумкин.

Улушли лизинг – битимда учинчи томоннинг иштирокини назарда тутиб, бунда инвестор одатда тижорат банклари, инвестиция, суғурта ёки лизинг компаниялари бўлиши мумкин. Бундай ҳолатда

лизинг компанияси қандайдир асбоб-ускуналарни узоқ муддатли ижарага олиш бўйича дастлабки шартномани тузиб, қарз маблағлари ҳисобига асбоб-ускуналар қийматининг бир қисмини тўлаган ҳолда эгалик қилади.

Улушли лизинг объектига фойдали қазилма бойликлар кони, қазиб олиш тармоғи учун асбоб-ускуналар ва бошқа қимматбаҳо активларни киритиш мумкин.

Тўғридан-тўғри лизингда ижарачидан талаб этиладиган асбоб-ускуналарни сотиб олиш ва келгусида уни ижарага бериш бўйича лизинг компаниялари билан шартнома тузади. Кўп ҳолларда ижара тўғрисидаги шартнома бевосита ишлаб чиқарувчи фирма билан тузилади.

Сублизинг – лизинг предметидан фойдаланиш ҳуқуқини учинчи шахс билан боғлиқ муросага келишнинг ўзига хос муносабатларни сублизинг шартномаси асосида расмийлаштирилишидир. Сублизингда асосий ижарага берувчи ижара тўловларини олиш ҳуқуқига эга бўлади. Одатда шартномада агар учинчи шахс банкрот деб эълон қилинса, у ҳолда ижара ҳаққи асосий ижара берувчига тушади.

Хуллас, лизинг бозор муносабатларига шиддат билан кириб бораётган янги Ўзбекистон иқтисодиётининг инвестиция фаолиятини молиялаштиришга қодир тез мослашувчан манба ва восита бўлиши лозим.

Венчур капитали хусусий бизнесга инвестицияга киритишнинг муқобил манбаси сифатида XX асрнинг 50-йилларида АҚШнинг Силикон водийсида вужудга келган. Ушбу бизнеснинг асосчилари Том Перкинс[1], Юджин Клейнер, Франк Кофилд, Брук Байерс ва бошқалар ҳисобланади.

Айнан венчур капитали ғарб мамлакатларида инновация лойиҳаларини инвестициялаш жараёнидаги, ички манбалар чегараланган вазиятда ва бошқа ташқи манбалар қўллаш имконияти йўқлигида молиялаштиришнинг энг самарали воситаси бўлиб хизмат қилди.

---

[1] *Thomas Perkins. Mine's Bigger:* The Extraordinary Tale of the World's Greatest Sailboat and the Silicon Valley Tycoon Who Built It. – by Newsweek's David A. Kaplan, 2007.

Венчурли молиялаштириш атамалари инглизча «venture» сўзидан олинган бўлиб «юқори рискли янги корхона, фаолият тури» маъносини англатади. Венчурли корхона деб кичик 3–5 та юқори малакали мутахассислардан (олимлар, кашфиётчилар ва менежерлардан) иборат илмий-изланиш корхонаси тушунилади.

Жумладан, венчур асосида молиялашнинг моҳияти унинг функционал йўналиши билан белгиланиб, устав сармоясидаги улаш ёки акцияларнинг қандайдир пакети эвазига маълум миқдордаги пул маблағларини бериш йўли билан муайян бизнесга кўмаклашишдан иборат.

Венчур асосида молиялаш жараёнини қуйидагича тарзда ифодалаш мумкин: венчур фонди (ВФ) инвестициялаш объекти ҳисобланган компания акциядорлик сармоясининг бир қисмини харид қилади. Бунда юридик шахс – фонднинг бошқарувчи компанияси бир ёки бир неча сармоядорларнинг молиявий маблағларидан фойдаланади. Ушбу маблағлардан фойдаланган ҳолда объект-компания ривожланиб, бу билан ўз қийматини оширади. Бир мунча вақт ўтгач бошқарувчи компания ўзи харид қилган акцияларни пул маблағларига айирбошлашнинг тескари жараёнини амалга ошириб, ушбу инвестиция битимидан ўз фойдасини қайд этади.

Жумладан, «Венчурли молиялаштириш – бу молиялаштиришнинг шундай турики, бунда венчур капитали эгалари ва компания эгалари юқори рискли (хатарли) ва юқори даромадли лойиҳаларни амалга ошириш бўйича хамкорлик қиладилар. Бу ҳолатда лойиҳанинг хатари ташқи ҳолат (бошқарувнинг яхши йўлга қўйилмаганлиги, бозор инфратузилмасининг ривожланмаганлиги кабилар) билан эмас, балки янги технологиянинг режалаштирилаётган маҳсулотни ишлаб чиқара олиш қобилияти ва бозорда бу маҳсулотни тан олиниши билан боғлиқ бўлади»[1].

Венчурли молиялаштиришнинг асосий қуйидаги икки босқичини ажратиш мумкин:

- *дастлабки босқични молиялаштириш* – оммавий ишлаб чиқаришни ташкил этиш;

[1] *А.Узоқов, Э.Носиров, Р.Саидов, М.Султанов.* Инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш ва уларнинг мониторингги. Ўқув қўлланма, – Т.: «Iqtisod va moliya», 2006. 173-бет.

- *кечки босқични (later stage) молиялаштириш* – ишлаб чиқариш ташкил этилган ва уни кенгайтириш салоҳияти мавжуд бўлган ҳолда венчур капиталини киритиш.

Шунингдек, венчурли молиялаштиришни қуйидаги турлари мавжуд:

- *қутқарув молиялаштириш* – банкротлик остонасида турган корхоналарни молиялаштириш, соғломлаштириш тадбирларини ташкил этиш;
- *ўриндош молиялаштириш* – ташқи молиялаштириш манбаларини бир қисмини корхонанинг ички(акциядорлик) капитали билан алмаштирмоқ;
- *корхонани қимматли коғозлар бозорига чиқиши* билан боғлиқ операцияларни молиялаштириш ва бошқалар.

Шу ўринда венчур фондларини ташкил этиш инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг энг замонавий ва самарали манбаларидан ҳисобланади. Жумладан, ***венчур фонди*** – жамланган пул маблағларини фақат юқори хавфли венчур лойиҳаларига инвестиция қилиш учун мўлжалланган, бошқарув компанияси бошқарувидаги инвестиция компаниясидир.

Венчур фонди фаолиятнинг қуйидаги асосий турларини амалга оширади:

- юридик ва жисмоний шахсларнинг, шу жумладан, хорижий юридик ва жисмоний шахсларнинг пул маблағларини кейинчалик инновацион фаолиятга инвестиция қўйишдан фойда кўриш мақсадида жамлаш;
- янгидан ташкил этилган ва мавжуд ташкилотларнинг устав фондида улушли иштирок этиш йўли билан, шунингдек, ушбу ташкилотларга гаров билан таъминланмаган қарзлар бериш йўли билан инновацияларни ишлаб чиқиш ва жорий этишни молиялаштириш;
- бўш турган пул маблағларини ички бозорда юқори ликвидли молиявий воситаларга жойлаштириш;
- фонд акциядори (иштирокчиси) бўлган ташкилотларни бошқаришда иштирок этиш.[1]

[1] Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 17 майдаги «Инвестиция ва бошқарув компаниялари фаолияти тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги 414-сон қарори.

Инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг юқорида келтирилган манбалари ва шакллари иқтисодиёт тармоқларини барқарор ривожлантириш, янги иш ўринларини яратиш ва пировардида аҳоли турмуш даражасини юксалтиришда муҳим аҳамият касб этади.

Назорат учун саволлар

1. *Инвестиция фаолиятига таъриф беринг.*
2. *Кимлар инвестиция фаолияти субъекти ҳисобланади?*
3. *Қандай фаолият инвестиция фаолияти объектлари ҳисобланади ва уларни қандай турларга ажратиш мумкин?*
4. *Инвестиция фаолияти иштирокчисига қандай талаблар қўйилади?*
5. *Марказлаштирилмаган инвестицияларнинг манбалари нималардан иборат?*
6. *Хўжалик юритувчи субъектлар инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбалари ҳақида гапириб беринг.*
7. *Хўжалик юритувчи субъектлар инвестиция фаолиятини молиялаштириш манбаларининг ташкилий таркибини тушунтириб беринг.*
8. *Венчурли молиялаштириш нима, уни қандай асосий босқичи ва турларига ажратиш мумкин?*
9. *Лизинг нима ва ривожланган давлатларда лизинг операцияларини амалга ошириш амалиётида лизингнинг қандай турлари кенг тарқалган?*
10. *Ўзбекистонда инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг асосий манбалари бўйича таркибини таҳлил қилиб беринг.*

12-БОБ

ИНВЕСТИЦИЯ СИЁСАТИ ВА МУҲИТИ

12.1. Инвестиция сиёсатининг моҳияти, вазифалари ва устувор йўналишлари

Давлат инвестиция сиёсати умумий иқтисодий сиёсатнинг энг муҳим таркибий қисми ҳисобланади. У капитал қўйилмаларни фаоллаштириш, уларнинг структурасини оптималлаштириш, самарадорлигини ошириш мақсадида амалга ошириладиган мақсадлар, вазифалар, йўналишлар ва чора-тадбирлар мажмуини ифодалайди.

Инвестиция сиёсатининг асосий вазифалари қуйидагилар ҳисобланади.

1. Нодавлат секторининг инвестицион фаоллигини оширишга хизмат қиладиган қулай муҳитни шакллантириш.

2. Янги технологиялар асосида корхоналарнинг маънан ва жисмонан эскирган ускуналарини модернизациялаш учун хусусий маҳаллий ва чет эл инвестициялари жалб қилиш.

3. Капитал қўйилмалар самарадорлигини оширишда энг муҳим ишлаб чиқаришлар ва ижтимоий соҳани давлат томонидан қўллаб-қувватлаш.

Давлатнинг инвестиция сиёсати мамлакатдаги хусусий ва давлат капитал қўйилмалари ривожланишига улкан таъсир кўрсатади. Айнан у мамлакатнинг инвестицион муҳитини шакллантиради, шу сабабли, ҳукумат инвестиция сиёсатига катта эътибор қаратади.

Инвестиция сиёсати инвестиция фаолиятининг ўрта ва узоқ муддатли мақсадлари ҳамда уларга эришиш йўлларини белгилаб беради. *Инвестиция сиёсати* – инвестиция стратегиясини амалга ошириш бўйича чора-тадбирлар тизими, инвестицион тактика.

Инвестиция сиёсати қўйилган мақсадларга эришиш ҳамда иқтисодий сиёсатнинг қисқа муддатли ва узоқ истиқбол учун белгиланган вазифаларини бажаришга хизмат қилади. Инвестиция сиёсатининг таъсирчан воситалари нисбатан чекланганлиги са-

бабли муайян вазиятларда қайси воситалар самарали, қайсилари самарасиз эканлигини билиш мураккаб ҳисобланади.[1]

Инвестиция сиёсатини ишлаб чиқиш иқтисодий фаолиятнинг барча даражаларида амалга оширилиши зарур. ***Микродаражада*** – инвестиция сиёсати инновацион фаолиятни амалга ошираётган корхоналар, банклар, фондлар ва уй хўжаликлари учун ишлаб чиқилиши лозим. ***Мезодаражада*** (ҳудудлар ва тармоқлар) – иқтисодиёт тармоқлари ва ҳудудларни ривожлантириш, истиқболли лойиҳаларни селектив қўллаб-қувватлаш учун йўналтирилган мақсадли инвестиция дастурларини ишлаб чиқиш орқали амалга оширилади. ***Макродаражада*** – давлат инвестиция стратегиясини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш чекланган бюджет маблағларидан самарали фойдаланиш, истиқболли тармоқлар ва ҳудудларни қўллаб-қувватлаш, барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш чора-тадбирларини амалга ошириш имконини беради.

Давлатнинг ташқи инвестиция сиёсати – бу ташқи инвестиция оқимларини давлат томонидан тартибга солиш чора-тадбирлари тизимидир. Ушбу сиёсатнинг мақсади инвестиция жараёнларига максимал даражада қулайлик яратувчи шарт-шароитлар тизими шаклидаги қулай инвестиция муҳитини шакллантиришдан иборат бўлиб, уни амалга ошириш иқтисодий салоҳият, ижтимоий, ташкилий-ҳуқуқий ва молиявий омилларга боғлиқдир.

Стратегик мақсади – инвестиция жараёнларига максимал даражада қулайлик яратувчи шарт-шароитлар тизими шаклидаги қулай инвестиция муҳитини шакллантириш.

Асосий тактик мақсадлар – миллий ва хорижий инвесторлар учун бир хил имкониятлар ҳамда миллий ва хорижий капитал қўйилмалар учун қулай жозибадорлик.

Асосий омиллари:

1. *Иқтисодий салоҳият* – ишлаб чиқаришни жойлаштиришнинг ресурс, табиий – иқлим ва ҳудудий имкониятлари.

2. *Бозор муҳити* – рақобатнинг ривожланганлик даражаси, бозор инфратузилмаси, инвестицион фаоллик ички бозор сиғимкорлиги, товар экспорти ва хорижий капитални мавжудлиги.

3. *Ижтимоий омиллар* – аҳоли турмуш даражаси ва иш ҳақи, аҳолининг хорижий инвесторларга муносабати.

---

[1] *А.В.Ваҳабов ва бошқалар*. Хорижий инвестициялар. Ўқув қўлланма. – Т.: «Молия», 2010.

4. *Ташкилий-ҳуқуқий омиллар* – ҳукуматнинг хорижий инвесторларга муносабати, қонунларга риоя қилиш, ҳукуқни ҳимоя қилувчи органларнинг самарадорлиги, ишлаб чиқариш омиллари ҳаракати учун шарт-шароитлар.

5. *Молиявий омиллар* – бюджет даромади ва бюджетдан ташқари фондлар маблағлари билан таъминланганлик молия ресурслари ва хорижий валютада кредитлар олиш имконияти, банк фоиз ставкаси, аҳоли жон бошига тўғри келувчи жамғармалар миқдори.

Инвестиция сиёсати – инвестиция фаолиятини жонлантириш, иқтисодиётни юксалтириш, ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш ва ижтимоий муаммоларни ҳал қилиш мақсадида иқтисодий субъектлар учун қулай хўжалик юритиш шароитларини яратишга қаратилган мақсадли тадбирлар мажмуидир.

Инвестиция сиёсати давлатнинг ижтимоий-иқтисодий ривожланиш борасидаги аниқ мақсадга қаратилган фаолиятнинг энг муҳим доимий воситаларидан бири ҳисобланади. Бундай сиёсат давлатнинг бутун сиёсий соҳасининг асосий ўзагини ташкил этади ёки бошқача айтганда, бу бутун давлат сиёсий фаолиятининг негизидир. Мамлакат ишлаб чиқариш салоҳиятининг ошиши, иқтисодий ўсиш суръатлари, моддий ва маънавий неъматларни ишлаб чиқариш ҳажми ва сифатининг ошиши, жамики инфратузилманинг ривожланиши кўп жиҳатдан инвестицияларга ва инвестиция сиёсатига боғлиқ бўлади. Инвестиция сиёсати давлатнинг жамиятда моддий неъматларни такрор ишлаб чиқаришни ташкил этишга инвестиция воситаларини сафарбар қилишга доир функциясидир. Давлат сиёсатининг ушбу соҳаси ташкилий-ҳуқуқий жиҳатдан олганда, унинг тегишли органларининг бундай сиёсатнинг мақсадлари ва вазифаларини белгилаш, уни амалга ошириш учун маблағларни қидириб топиш борасидаги фаолиятидан иборат бўлади.

Иқтисодий ўсишда оқилона инвестиция сиёсатини ишлаб чиқиш етакчи ўрин тутади. Инвестиция сиёсатини самарали амалга ошириш учун қулай инвестиция муҳитини яратишга хизмат қиладиган қатор институтларни ташкил этиш лозим. Жаҳон иқтисодиётида самарали амал қилувчи модел бозор тизимига таянади ва миллий иқтисодиётнинг афзалликларидан тўлиқ фойдаланади. Ўзбекистонда инвесторлар учун кўп жиҳатдан беқиёс, ўта қулай инвестиция муҳити, имтиёз ва преференциялар тизими яратилган, деб айтишга барча асосларимиз бор. Иқтисодиётимизга жалб қилинаётган

хорижий инвестициялар ҳажми йилдан йилга ортиб бораётгани ҳам бунинг ёрқин далилидир.

Иқтисодиётда таркибий ўзгаришларни янада чуқурлаштириш, корхоналарнинг инвестиция фаолиятини жадаллаштириш, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш, техник ва технологик жиҳатдан қайта қуроллантириш дастурини амалга оширишда хорижий инвестициялар, аввало, тўғридан-тўғри инвестицияларнинг ўрни беқиёсдир. Бунда илғор технологияларни татбиқ этиш, янги иш ўринлари яратишини ва шу асосда мамлакатимиз иқтисодиётининг барқарор ва бир маромда ривожланишини таъминлаш имконияти яратилади. Ривожланган давлатлар тажрибаси шуни кўрсатадики, чет эл инвестициясининг жалб қилиниши мазкур давлатларнинг юксак даражада тараққий этишида ҳал қилувчи омиллардан бири бўлган.

Жаҳон иқтисодиёти амалиётида инвестиция сиёсатининг учта моделини ажратиш мумкин.

Биринчи моделни шартли равишда «америка», иккинчисини «япон» ва учинчисини «тайван» модели деб аташ мумкин. Келтирилаётган тасниф бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатлар тажрибасини тизимлаштиришга уринишдир. Муҳими, бу моделларнинг барчаси самарали бўлиб, ушбу илғор тажрибадан ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида муносиб инвестиция сиёсати стратегиясини ишлаб чиқиш учун чуқур ўрганиш зарур.

Биринчи моделда асосий эътибор хусусий инвесторлар учун белгиланадиган солиқ имтиёзларига қаратилади. Иккинчи моделда хусусий лойиҳаларнинг давлат томонидан молиялаштирилиши марказий ўринни эгаллайди. Учинчи модел эса давлат мувофиқлаштириш камчиликларини бартараф этиш, хусусий инвесторлар қарорларини мувофиқлаштириш механизмларини яратиш бўйича зарур инфратузилмани яратади ва инсон капиталига сарфланган қўйилмаларни рағбатлантиради. Юқорида қайд этилган инвестиция сиёсати моделлари кенг кўламли дастакларни ўз ичига олади.

Америка моделида давлатнинг инвестиция сиёсатида асосий ўринни солиқ дастаклари эгаллайди. Бундан ташқари, бозор дастаклари ёрдамида нархлар ва фоиз ставкаларини барқарорлаштиришга йўналтирилган изчил либерал макроиқтисодий сиёсат амалга оширилади. Ушбу тизим доирасида банкларга иккинчи даражали ўрин ажратилган. Инвестиция ресурсларининг сама-

рали тақсимланишини назорат қилишнинг асосий механизми – бу фонд биржасидир. Айнан ривожланган қимматбаҳо қоғозлар бозори ушбу моделни муваффақиятли амалга оширишнинг зарур шарти ҳисобланади. Давлат мувофиқлаштириш муаммосини иқтисодиётнинг ҳолати ва ривожланиш прогнозлари тўғрисида сифатли иқтисодий ахборотни тўплаш, таҳлил қилиш ва тарқатиш орқали ҳал этишга ҳаракат қилади. Давлат заруриятга қараб инфратузилмани ривожлантиришга инвестициялар йўналтиради. Ушбу инвестициялар фақат фавқулодда ҳолатлардагина умумиқтисодий стратегиянинг элементларига айланади. Модел зарур шарт-шароитлар мавжуд бўлганда инвестициявий ресурсларнинг самарали тақсимланишини таъминлайди.

Япон модели давлат ва хусусий инвесторлар ўртасидаги фаол ҳамкорлик асосида қурилади. Давлат банк соҳасини назорат қилади ва аҳоли жамғармаларини мустақил жалб этади. Ушбу маблағларни корпорацияларга ҳамкорлик ва ўз зиммасига олинган мажбуриятларни бажариш эвазига имтиёзли шартларда беради. Инфратузилмага сарфланадиган инвестициялар муайян хусусий фирмаларнинг эҳтиёжлари билан бевосита мувофиқлаштириб амалга оширилади.

Давлат томонидан ташкил этиладиган маслаҳат кенгашлари мувофиқлаштириш ролини ўз зиммасига олади. Ушбу моделни амалга оширишнинг зарур шарти – кучли хусусий сектор ва самарали аппаратга эга бўлган давлатдир. Ушбу моделнинг афзаллиги катта ҳажмдаги маблағларни самарали инвестицияларга сафарбар этиш имкониятига эгалиги билан белгиланади. Камчилиги эса инвестицияларни режалаштириш жараёнининг сиёсийлаштирилиши ва асосий пул-кредит индикаторларининг кутилмаган ҳолда ўзгариши, шу жумладан, сиёсий доираларнинг коррупцияланиши билан изоҳланади.

Тайван модели эса япон ва америка моделларининг қатор дастакларини ўзида бирлаштиради. Ушбу моделнинг фарқли жиҳати инвестицион қарорларни мувофиқлаштиришнинг хусусий механизмларнинг давлат томонидан яратилишидан иборат. Модел экспортга ишлайдиган хусусий фирмаларнинг бозор ва инвестиция лойиҳалари салоҳиятини жуда яхши билишига асосланган. Ушбу хусусий фирмалар атрофида таъминотчилар тармоғи шаклланиб, улар ўз режаларини «бош» компания билан мувофиқлаш-

тириб турадилар. Давлатнинг асосий вазифаси ушбу гуруҳларни фаол қўллаб-кувватлаш, шунингдек, лойиҳавий-консультатив бюролар, Техник хизмат кўрсатиш агентликлари ва илмий лабораториялар орқали барча тармоқ иштирокчиларининг янги юқори технологиялардан фойдаланиши ҳамда уларнинг янги маҳсулот ва инвестициявий режаларни ишлаб чиқишда тенг ҳуқуқли иштирок этишини таъминлашдан иборат. Ушбу модел муваффаққиятининг асосий бўғини ва гарови экспорт иштирокчиларининг «тест»идан ўтишдан иборат. Ушбу тестдан муваффаққиятли ўтиш эса имтиёзли кредитлар олиш учун кенг йўл очади. Шу билан бирга, инвестициявий сиёсатнинг ушбу тури Умумжаҳон савдо ташкилотининг қоидалари нуқтаи назаридан тобора заифлашиб бормоқда.

Шундай қилиб, иқтисодий ўсишда оқилона инвестиция сиёсатини ишлаб чиқиш етакчи ўрин тутади. Инвестиция сиёсатини самарали амалга ошириш учун қулай инвестиция муҳитини яратишга хизмат қиладиган қатор институтларни ташкил этиш лозим. Жаҳон иқтисодиётида самарали амал қилувчи модел бозор тизимига таянади ва миллий иқтисодиётнинг афзалликларидан тўлиқ фойдаланади.

12.2. Ҳудуд инвестиция сиёсати ва уни такомиллаштириш йўллари

Инвестиция сиёсати самарадорлиги ва унинг ҳудудни барқарор ривожланишига таъсири кўп жиҳатдан инвестиция сиёсати мақсадлари, уни амалга оширишнинг мавжуд ҳолатига ва ҳудуд иқтисодиётининг миллий иқтисодиётнинг таркибий қисми сифатида ривожланиш истиқболларига мос келувчи усулларининг тўғри қўйилиши билан белгиланади. Иқтисодий ўсиш ва барқарор ривожланишда инвестиция сиёсатининг ўзига хослиги шундаки, унинг мақсади ишлаб чиқариш соҳасини инвестицион таъминлаш ва унинг асосида ҳудудни изчиллик билан ривожлантириш ҳисобланади.

Ушбу ҳолат ҳудудни нафақат маълум бир ҳудудий тузилма сифатида, балки ишлаб чиқариш омилларига, уни ташкил қилиш ва амалга ошириш шартларига эга бўлган ишлаб чиқариш бирлиги сифатида кўриб чиқишга ундайди. Ҳудудни корпоратив тузилма сифатида қуйидаги ҳолатлар билан келтириш мумкин:

биринчидан, ҳудуд меҳнат тақсимоти ва кооперация тамойилларига асосланган умумий ишлаб чиқариш тизимида фойдаланиладиган ишлаб чиқариш омиллари йиғиндисига эга;

иккинчидан, самарали инвестициялар учун имкониятлар ва рағбатлар, ҳудудда ишлаб чиқаришни кенгайтириш ва иш ўринлари яратиш маълум бир инвестиция имкониятлари мавжудлиги билан боғлиқ равишда тасаввур қилинадиган ишлаб чиқариш фаолияти омиллари ҳисобланадиган рақобат чекловлари, рисклар ва харажатлар даражаси билан асосланади.

Ҳудудни корпоратив тузилма нуқтаи назаридан кўриб чиқиш ҳудудда инвестиция фаолиятини амалга ошириш учун қуйидагича ишлаб чиқариш шартларини ҳисобга олишга имкон беради:

- ҳудудда ишлаб чиқариш фаолиятини амалга ошириш харажатлари;
- ҳудуд рисклари;
- ҳудуд бозорида рақобат шароитлари.

Бироқ, ушбу омилларни тартибга солиш, ҳудуд иқтисодиётига инвестициялар жалб қилиш мақсадида уларни такомиллаштириш учун инвестиция сиёсатини шакллантириши лозим. Ҳудудий даражада инвестиция жараёнининг асосий қатнашчилари бўлиб, ишлаб чиқариш комплексига маблағлар инвестиция қиладиган компаниялар, шунингдек, инвестициялар қабул қилувчи ҳудуд иштирок этади. Шу сабабли, инвестиция фаолиятининг мақсадлар тизимини шакллантиришда асосий вазифа бу икки томон манфаатларини мувофиқлаштириш ҳисобланади.

Замонавий инвестиция сиёсатида мақсадли кўрсатмалар мавжудлиги инвестиция стратегияси ва уни амалга оширишнинг ҳудудий механизмлари ишлаб чиқишга киришиш имконини беради. Ушбу муаммонинг ечими икки босқичда амалга оширилади. Дастлабки босқичда инвестиция сиёсати учун мақбул келадиган ҳудудни танлаш лозим. Иккинчи босқичда – ҳудудий инвестиция сиёсати мақсадларига эришиш механизмлари ишлаб чиқилади.

Ҳудудлар иқтисодиётининг ҳозирги ҳолатига жавоб берадиган самарали ҳудудий инвестиция сиёсати қуйидагича бўлиши лозим:

- фаол, яъни ҳудудга нисбатан ташқи манбалардан инвестициялар жалб қилишга йўналтирилган;

- ҳудуднинг рақобатли устунликларига жавоб берадиган ҳудуд тармоқлари кластерини ривожлантиришни кўзда тутадиган ёндашув асосида шакллантирилган;
- ҳудуд иқтисодий сиёсатиниг мустақил структурали элементи.

Ҳозирги шароитларда ҳудуднинг илғор инвестиция сиёсати унинг иқтисодий ривожланишини таъминлайдиган омил ҳисобланади. Унинг моҳияти рақобатли муҳит шароитларида ҳудудга ишлаб чиқариш инвестициялари максимал оқимини таъминлашдан иборат бўлган тўғри ташкил қилинган инвестиция стратегияси бундай сиёсатнинг асосига айланиши лозим.

Замонавий инвестиция сиёсати стратегияси ҳудудда инвесторларга уларнинг манфаатларини амалга оширишни таъминлайдиган шароитлар яратишни кўзда тутади. Бундан келиб чиқиб, хулоса чиқариш мумкинки, инвестиция стратегияси иккита функционал йўналишга эга.

Биринчи йўналиш капитал бозори таклифини ўрганишни, ҳудудда қандайдир лойиҳаларга инвестиция киритишни амалга оширишга қодир ва тайёр бўлган потенциал инвесторлар гуруҳини аниқлаш, шунингдек, ҳудудда фаолият юритиш шартлари ва афзалликлари ҳақида маълумотларни етказиш, бошқача қилиб айтганда, ҳудудда инвестицияларга рағбатлаш кўзда тутилади. Иккинчи йўналиш рақобатчи ҳудудлар билан таққослаганда ҳудудда инвесторлар фаолияти устунликларини максималлаштириш ва рискларни минималлаштиришни кўзда тутади. Ушбу йўналиш доирасида ҳудуднинг инвестиция салоҳияти баҳоланади, ҳудудда инвесторлар фаолиятига салбий омиллар таъсирини чеклаш ва ижобий омилларни максималлаштириш амалга оширилади. Бошқача қилиб айтганда, ҳудудда инвесторлар фаолият юритиши учун шароитлар ёки инвестицион муҳит шакллантирилади.

Иқтисодий ўсиш инвестицион стратегиясини шакллантириш бир неча босқичда амалга оширилади. Биринчи босқичда ички ва ташқи шароитлар баҳоланади, бунинг учун SWOT-таҳлил амалга оширилиб, унинг асосида ҳудуд инвестицион салоҳиятининг кучли ва кучсиз томонлари таҳлил қилинади.

Кучли ва кучсиз томонларни миқдорий баҳолаш, устуворликларни белгилаш ва шу асосда ресурсларни тақсимлашга имкон беради. SWOT-таҳлил асосида аниқланган кучсиз томонлар ва

таҳдидларни бартараф қилиш ва асосий муваффақият омилларини амалга ошириш йўналишида ҳаракат қилиш, агарда у устуворликларни ажратишга асосланадиган бўлса, ижобий ҳисобланади ва бу иқтисодий ўсиш инвестиция сиёсати стратегиясини шакллантиришнинг иккинчи босқичи ҳисобланади. Бундай устуворликлар сифатида инвестицион ресурслар киритиладиган муайян соҳалар иштирок этади.

Муайян инвестиция лойиҳаларини аниқлашнинг энг кенг тарқалган усули иқтисодиётнинг «ўсиш нуқталари»ни аниқлаш усули бўлиб, бунда инвестиция ресурсларини тақсимлаш жараёнида бирламчи аҳамият касб этадиган хўжалик бирликлари тушунилади.

Бироқ, ушбу усул доирасида инвестиция стратегиясини муваффақиятли амалга оширишда асосий омил сифатида намоён бўладиган тизимли ёндашувга аҳамият берилмайди. Ушбу камчилик ҳудуднинг ривожланиши устувор соҳаларини аниқлашнинг тармоқ ёндашувида бартараф қилинади.

Тармоқ тамойили бўйича замонавий инвестиция сиёсати шакллантиришнинг назарий асоси у ёки бу даражада капитал жамғариш, тақсимлаш ва фойдаланиш жараёнларини тавсифлайдиган кўп сонли назариялар бўлиши мумкин. Бироқ, М.Портернинг миллий иқтисодиётлар рақобатли устунликлар назарияси инвесторлар ҳаракатини тушуниш ва ҳудуд ҳукуматлари инвестициялар жалб қилиш учун қабул қиладиган қарорларни асослаб беришга бошқа барча назариялардан кўра кучлироқ таъсир кўрсатади.

Инвесторларнинг тармоқни афзал кўришларини аниқлаш учун уларнинг рақобатбардошлигини белгилаб берадиган ҳар бир шартлар ҳолатини белгилаб, ҳудуд тармоқларининг рақобатли устунликларини таҳлил қилиш зарур. Бунинг учун унинг маҳсулотига талаб ва тармоқнинг ривожланиш омили кўрсаткичлари, шунингдек, турдош ва қўллаб-қувватлайдиган тармоқларнинг мавжудлиги ва ривожланиш ҳолати сифат ва сон жиҳатидан баҳоланадиган модел ишлаб чиқилган.

Тармоқ таҳлили асосида ҳудудий ривожланишнинг устувор соҳаси аниқланади. Ушбу ёндашувдан фойдаланишда ижобий жиҳат шундаки, амалга оширилаётган таҳлил доирасида ҳудудда асосий тармоқ маҳсулотининг рақобатбардошлигини таъминлаш мақсадида инвестициялар билан қўллаб-қувватлаш ва ривожлан-

тириш зарур бўлган ўзаро боғлиқ (турдош ва бир-бирини қўллаб-қувватлайдиган) тармоқлар кластери шакллантирилади.

Инвестиция сиёсати стратегиясини шакллантиришнинг учинчи босқичида ҳар бир тармоқ учун ҳудуднинг рақобатбардош тармоқ кластерини ташкил қиладиган локал инвестиция стратегиялари ишлаб чиқилади. Бу мақсадлар учун ADL матрицаси қуришга асосланган инвестиция портфелларини таҳлил қилиш моделидан фойдаланиш мумкин. Тармоқларнинг рақобат позицияларидан келиб чиқиб, инвестиция стратегияси ишлаб чиқиш мақсадида ADL-матрица яратиш тармоқларни локал инвестициялаш стратегиялари бўйича тақсимлашга имкон беради:

- фаол инвестициялаш тармоқлари (кўп жиҳатдан хусусий инвестициялар билан таъминланади, давлат инвестиция кредитлари тақдим этиши, корхоналарнинг устав капиталида иштирок этиши, ижтимоий аҳамиятга молик тармоқларга субсидиялар тақдим этиши мумкин);
- иккиламчи инвестициялаш тармоқлари (хусусий инвестициялар билан бир қаторда билвосита характерга эга бўлган давлат ёрдами олиниши мумкин);
- эскираётган ва рақобатбардош бўлмаган маҳсулот ишлаб чиқарувчи тармоқлар (фақат ички манбалар ҳисобига ривожланади, лекин давлат ижтимоий аҳамиятга молик тармоқларга инвестиция киритади);
- зарар кўриб ишлайдиган тармоқлар (инвестициялар мақсадга мувофиқ эмас, давлат фақат ижтимоий аҳамиятга молик маҳсулотлар ишлаб чиқаришга дотация беради).

Ушбу локал стратегияларни бирлаштириш иқтисодий ўсиш инвестиция сиёсати умумий ҳудуд стратегияси кўрсаткичларини аниқлашга имкон беради. Бу замонавий инвестиция сиёсатини амалга ошириш механизмини шакллантириш учун асос ҳисобланади.

Бундай шароитларда ишлаб чиқаришни модернизация қилиш ва уни таркибий қайта қуриш, саноатнинг қайта ишлаш соҳаси рақобатбардошлигини ошириш, «янги иқтисодиёт» секторларини жадал инвестицион ривожлантириш, энг аввало, инновация ахбороти тармоқларини юзага келиши, миллий иқтисодиётнинг янги технологик қиёфасини шакллантиришга кўмаклашиш давлат сиёсатининг устувор йўналишлари ҳисобланади. Инвестиция сиёсати

мазмунини аниқлаштиришда инвестициялар соҳасида давлат фаоллигининг учта асосий йўналишини ифодалайди:

- қулай инвестиция муҳити яратиш;
- давлат томонидан инвестициялар;
- хусусий инвестицияларни давлат томонидан қўллаб-қувватлаш.

Инвестиция механизмини шакллантириш юқорида таъкидлаб ўтилган йўналишлар бўйича амалга оширилади ва қуйидагиларни кўзда тутади:

1. Қулай инвестиция муҳитини яратиш соҳасида:

- маҳаллий ва хорижий инвесторлар хўжалик фаолиятининг олдиндан айтиб бериш мумкин бўлган ва қулай меъёрий-ҳуқуқий режимини қўллаб-қувватлашнинг кафолати сифатида давлатнинг ролини кучайтириш;
- амалга оширилаётган давлат инвестиция сиёсати оммавийлигини ошириш;
- инвесторларнинг давлат билан ўзаро муносабатлари борасида ички инвестициялар шартларини ёмонлаштирадиган меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар ишга тушиши туфайли инвесторларнинг ишончини ошириш, инвесторларга барқарор хўжалик юритиш шароитлари сақланишига кафолатлар тақдим этиш;
- мулкчлик шаклидан қатъий назар, барча инвесторларга хўжалик фаолияти юритиш учун капитални самарали жойлаштириш ва барқарор иқтисодий ривожланишга хизмат қиладиган бир хил рақобатли шароитлар яратиш; бизнесига ортиқча аралашиш амалиётидан воз кечиш;
- инвестиция лойиҳаларини амалга оширишда инвесторлар ҳуқуқлари ва манфаатларини ҳимоя қилишнинг самарали амалий ва қонунчилик механизмларини жорий қилиш;
- инвестиция фаолиятида меъёрий-қонунчилик базалардаги қарама-қаршиликларни бартараф қилиш, капитал бозорига кириб боришдаги тўсиқларни олиб ташлаш;
- рухсат берадиган ҳужжатларни ишлаб чиқиш ва амалга оширишда уларни тайёрлаш ва олиш таомилларини соддалаштириш йўли билан инвестиция лойиҳалари бозорини эркинлаштириш («ягона дарча» тамойили);
- инвесторларнинг инвестициялаш объектларини таҳлил қилиш ва танлаш мақсадида ташкилотлар ҳақида ишончли ахборот

олиш имкониятини таъминлаш (очиб берилаётган молиявий ва номолиявий характерли ахборот тузилиши ва таркибини, уни очиб бериш усулларини тартибга солиш; бухгалтерия ҳисобини ислоҳ қилиш, бухгалтерия ҳисоби халқаро стандартларига жавоб берадиган маҳаллий стандартлар ишлаб чиқиш);

- миллий иқтисодиёт жамғармаларини ишлаб чиқаришга инвестицияларга айлантиришни таъминлайдиган инвестиция бозори замонавий институционал инфратузилмаси шаклланишига кўмаклашиш.

2. Давлат томонидан инвестициялаш соҳасида:

- мамлакатда инвестиция фаолиятининг ижтимоий йўналганлигини кучайтириш, «инсон» капиталига, ижтимоий инфратузилманинг ривожланиш муаммоларини ҳал қилишга, соғлиқни сақлаш ва таълим, фундаментал ва амалий фанларга инвестициялар сўзсиз устуворлик бериш;
- давлат инвестиция сиёсатининг очиқлиги ва олдиндан айтиш мумкинлиги, мамлакат ижтимоий-иқтисодий ривожланишида устувор вазиятларни ҳал қилиш учун давлат сектори капиталини жалб қилишни рағбатлантириш;
- мамлакат учун стратегик аҳамиятга молик бўлган, бутун миллий хўжалик соҳалари фаолияти уларга боғлиқ бўлган, инновацион-технологик ривожланишга хизмат қиладиган инфратузилма объектларини, шунингдек экология хавфсизлигини таъминлайдиган лойиҳаларни давлат томонидан қўллаб-қувватлаш устуворлиги;
- иқтисодиётнинг давлат сектори инвестиция фаолияти самарадорлигини ошириш, давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсати устувор вазифаларини ҳал қилишга йўналтирилган инвестиция дастурлари ва лойиҳалари «шаффоф»лигини таъминлаш;
- давлатнинг тасдиқланган бюджет доирасидаги инвестиция мажбуриятларини сўзсиз бажариш.

3. Иқтисодиётнинг хусусий секторини давлат томонидан қўллаб-қувватлаш соҳасида:

- маҳаллий корхоналарни қайта қуриш дастурларини амалга ошириш, солиқ юкини пасайтириш, ишлаб чиқаришни инвестицион қайта таъмирлаш вазифаларига мос келадиган амортизация сиёсатини такомиллаштириш йўли билан улар-

нинг инвестиция салоҳиятини ошириш учун шароитлар яратиш;

- фаолият юритаётган корхоналарни модернизация қилиш учун талаб қилинадиган замонавий технологик асбоб-ускуналарларни мамлакатга олиб кириш учун ташқи савдо ва солиқ режимини эркинлаштириш;
- корхоналарга улар жойлашган участкаларга эгалик ҳуқуқини бериш асосида маҳаллий корхоналарнинг инвестицион жозибадорлигини ошириш;
- иқтисодиётнинг барча секторларида мажбурий халқаро ҳисобот стандартларини жорий қилиш, бухгалтерия ҳисоби ва аудиторлик фаолиятини ислоҳ қилиш.

Мамлакатда, ҳудудда амалга оширилаётган инвестиция сиёсатининг муайян мазмуни амалдаги қонунчиликда тавсифланади. Инвестиция қонунчилигини шакллантириш жараёнини таҳлил қилишда қуйидаги муҳим жиҳатларни эътиборга олиш лозим.

Биринчидан, инвестиция қонунчилиги шаклланишига (мамлакат ва ҳудудий даражада) таъсир этадиган энг муҳим омиллардан бири чет эл инвестицияларини жалб қилиш борасида очилаётган имкониятлар ҳисобланади.

Иккинчидан, инвестиция киритишни ҳуқуқий шартларининг қулайлик даражаси ва ҳудудлар рейтингини ишлаб чиқиш чет эл инвесторларини жалб қилиш муҳим аҳамиятга эга. Бошқача қилиб айтганда, риск юқори ва салоҳияти паст бўлган ҳудудлар энг қулай қонунчилик майдонига эга бўлади.

Бунда, ҳудудий инвестиция қонунчилигининг ижобий самарасини ишлаб чиқиш ва ижтимоий инфратузилманинг ривожланиш даражаси пастлиги ва ноқулай ихтисослашув омилларини тўлиқ бартараф қилиш учун етарли даражада кучли бўлмаслиги мумкин, лекин шунга қарамай, яхшироқ қонунчилик майдони ҳисобига ҳудуднинг инвестицион жозибадорлигини жиддий ошириш мумкин.

Ҳудуд инвестиция сиёсатининг базавий элементи сифатида ҳудудий инвестиция қонунчилигига эътибор кучлилигини белгилаб берадиган учинчи ҳолат шундан иборатки, унинг асосида, ҳудуддаги инвестицион фаолиятни қўллаб-қувватлаш ва тартибга солишнинг ташкилий тузилиши ва инвестицияларни рағбатлантиришнинг иқтисодий механизмлар тизими шаклланади.

Ҳудуд иқтисодиётига инвестицияларни жалб қилиш масаласини ечиш учун ҳудудий инвестиция сиёсатини ишлаб чиқиш зарур. Қисқача қилиб айтадиган бўлсак, ҳудуд инвестиция сиёсати – бу ҳудудий маъмурият органлари фаолияти бўлиб, у инвестициялар манбаини излаб топишга ва уларни самарали фойдаланиладиган соҳаларга йўналтиришга қаратилган бўлиши керак.

Ҳудуд инвестиция сиёсатининг мақсадини қуйидагилар билан изоҳлаш мумкин:

1. Таркибий ўзгаришларни амалга ошириш, устувор тармоқларни ривожлантириш.

2. Кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни қўллаб-қувватлаш.

3. Қўшимча иш жойларини яратиш.

4. Барча манбалардан инвестицион ресурсларни жалб қилиш. Шу билан бирга хорижий инвестицияларни жалб қилиш.

5. Нодавлат инвестиция фондларини, шу билан бирга венчур фондларни ташкил этиш.

6. Инновация фаолиятида лизингдан фойдаланишни кенгайтириш.

7. Имтиёзлар тизимини такомиллаштириш.

8. Инвестиция муҳитини ва жозибадорликни таъминлаш.

Республикамизда стратегик контекстда макроиқтисодий барқарорлик ва мутаносиб иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлашда мувозанатли ҳудудий ижтимоий-иқтисодий ўсишни таъминлаш муҳим аҳамият касб этади. Ҳозирги ҳудудий ижтимоий-иқтисодий ривожланишдаги ассиметрик тафовутнинг мавжудлиги, мавжуд иқтисодий-ресурс салоҳиятидан унумли фойдаланиш ва нисбатан паст даражада ривожланган ҳудудларда иқтисодий ривожлантиришни жонлантиришга қаратилган фаол ҳудудий инвестиция сиёсатини амалга оширишни тақазо қилади. Бунда ҳудудий молиявий-инвестицион салоҳиятни тўғри баҳолаш ва бошқариш негизида инвестицион фаолликни янада жонлантириш бўйича ислоҳотларни чуқурлаштиришни талаб қилмоқда.

Ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга ошириш механизми инвестиция сиёсатининг асосий воситалари тўплами ва мақсадли кўрсатмаларга эришиш учун уларни қўллаш таомиллари йиғиндисини ифодалайди.

Иқтисодий ўсиш инвестиция сиёсатининг барча воситаларини тўртта функционал йўналиш бўйича гуруҳлаш мумкин.[1] Бунинг учун қуйидагилардан фойдаланилади:

- инвесторларнинг ҳудуд ишлаб чиқаришига маблағлар киритишни оптималлаштиришга ундаши ва мотивацияси;
- инвесторларни ҳудуднинг инвестиция муҳити ҳақида хабардор қилиш;
- ҳудуд инвестиция салоҳиятини ривожлантириш;
- инвестиция лойиҳасини амалган оширишни тўлиқ амалга оширишгача қўллаб-қувватлаш (қоплай олиш).

Ушбу воситалар йўналиши турличадир. Хусусан, ундовчи механизмлар ва инвесторларнинг ахборот таъминотига алоқадор бўлган дастлабки икки йўналиш воситалари ҳудуд ташқарисида ишлайди, шу сабабли, улар ҳудудга нисбатан ташқи инвестиция сиёсати омилларини ривожлантириш ва такомиллаштиришга йўналтирилади. Инвестицион бошқариш ва инвестиция салоҳиятини ривожлантириш ҳудуднинг ички инвестиция муҳити таркибий қисми ҳисобланади, уларнинг таъсири алоҳида ҳудуд билан чегараланади, шу сабабли улар инвестиция сиёсатининг ички қуйи тизимини ривожлантириш йўналишлари сифатида иштирок этади. Бундай ёндашув SWOT-таҳлил натижаларини ҳудуд инвестиция тизимини ривожлантириш бўйича чора-тадбирлар билан боғлашга имкон беради. Бироқ шуни тан олиш керакки, тақдим этилган бўлиниш етарли даражада шартли ҳисобланади. Айрим воситалар инвестиция сиёсатининг ички қуйи тизимини яхшилайдиган ва шу билан бир вақтда ўз ҳаракатларини алоҳида ҳудуддан ташқарида намоён қиладиган омиллар ҳисобланади.

Шу сабабли, инвестиция сиёсатининг барча воситаларини ҳудуд инвестиция сиёсатининг қиёфасини белгилаб берадиган мазмунга оид ҳамда асосий воситалардан ҳосил бўлган ташкилий воситаларга бўлиш тавсия этилади. Бироқ, ташкилий воситаларсиз асосий воситаларни амалга оширишнинг имкони йўқ, чунки уларнинг намоён бўлиши ташкилий воситалардан амалий фаолиятида фойдаланиш воситасида амалга оширилади. Масалан, муайян ҳудуд-

[1] *Е.Е.Шваков*. Анализ основных подходов к формированию механизмов реализации региональной инвестиционной политики в Российской Федерации // Вестник молодых ученых: сборник научных работ. – Горно-Алтайск: РИО ГАГУ, 2006. №3. 87–97-б.

да инвесторларни имтиёзли солиққа тортиш ҳақида инвесторларга фақат бунинг оммавий ахборот воситаларида кенг ёритилиши туфайлигина маълум бўлади.

«Харажатлар-даромад» тизимида бўлган, инвестиция лойиҳалари ва улар билан боғлиқ рисклар ва харажатлар ўсишига йўналтирилган механизмлар замонавий ҳудудий инвестиция сиёсатининг асоси ҳисобланади.

Мамлакат субъектлари ва маҳаллий ўзини-ўзи бошқариш органлари ўз ваколатлари доирасида инвесторларга имтиёзлар ва кафолатлар тақдим этиши, муҳандислик ва транспорт инфратузилмасини молиялаштириши, ҳудудий ва маҳаллий бюджет, шунингдек, бюджетдан ташқари маблағлар ҳисобига инвестиция лойиҳаларини бошқа шаклда қўллаб-қувватлаши мумкин.

Ҳудудда инвестиция фаолиятини молиявий-иқтисодий қўллаб-қувватлашнинг асосий воситалари солиқ ва молия механизмлари ҳисобланади. Солиқ механизмлари воситасида инвесторлар учун солиқ юкини пасайтириш амалга оширилади ва инвестиция лойиҳаларининг ўзини қоплаш даврини қисқартиришга эришилади. Молиявий механизмлар инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш доирасида инвесторларга тўғридан-тўғри дотациялар (субсидиялар) тақдим этиш ёки муайян пул ифодасига эга бўлган бошқа ёрдам кўрсатиш, масалан ер участкаси ёки бошқа давлат мулкидан фойдаланганлик учун ижара тўловини пасайтиришдан иборат бўлади.

Солиқ билан боғлиқ қўллаб-қувватлаш воситалари қаторига қуйидагилар киради:

- ҳудудий бюджетларга (фойда солиғи, корхоналар мулк солиғи) ва маҳаллий бюджетларга (мулк солиғи, ер солиғи) солиқларни тўлашдан вақтинчалик тўлиқ ёки қисман озод қилиш;
- ҳудудий ва маҳаллий бюджетларга солиқ тўловларини кечиктириш ёки муддатини узайтириш;
- инвестицион солиқ кредитларини тақдим этиш;
- инвестиция лойиҳаларини қўллаб-қувватлаш молиявий воситалари;
- инвесторларга ҳудудий ва маҳаллий бюджетлар давлат муниципал кафолатлари тақдим этиш;
- мамлакат субъектининг давлат мулкида ёки ҳукумат органларининг муниципал мулкида бўлган мулк ва ер участкасидан фойдаланганлик учун ижара тўлови имтиёзли ставка;

- бюджет (инвестиция) кредитлари;
- ҳудуд корхоналарининг (акциядорлик жамиятлари) устав капиталида иштироки;
- чиқарилган маҳсулотга маҳаллий ва ҳудудий бюджетлар маблағлари ҳисобига инвесторларга субвенциялар тақдим этиш;
- инвесторларга банк кредитлари бўйича фоиз ставкаларини ҳудудий ва маҳаллий бюджетлардан субсидиялаш.

Ҳудуднинг инвестиция салоҳияти жорий ҳолатини яхшилаш инвесторлар учун механизмларни шакллантириш билан бевосита боғлиқ. Инвестиция сиёсатининг бу иккала функционал йўналиши биргаликда унинг мазмунини белгилаб беради. Бунда шуни тан олиш керакки, ҳудудга улар ёрдамида инвесторлар жалб қилинадиган инвестиция сиёсати воситалари бир вақтнинг ўзида билвосита равишда ҳудуднинг инвестиция салоҳиятини оширади.

Шу билан бир пайтда, ҳудуднинг инвестиция салоҳиятини, унинг тавсифномаларини ошириш ҳам инвестициялашнинг рағбатлантирувчи омили сифатида иштирок этади. Иқтисодий ўсишнинг инвестиция сиёсати ушбу йўналиши доирасида инвесторнинг харажатларини пасайтириш ва инвестиция лойиҳаси самарадорлигини оширишга имкон берадиган ҳудуд инвестиция салоҳияти муайян кўрсаткичларини яхшилашга эришилади. Яъни, ушбу воситалар, инвесторларни рағбатлантириш воситалари сифатида, «хўжалик-даромад» тизимида бўлади, бироқ, уларнинг биринчисидан фарқли равишда, улар пул баҳосида узил-кесил ифодаланиши ва муайян инвесторга нисбатан қўлланиши мумкин эмас. Бошқача қилиб айтганда, улар битта инвестор эмас, балки ҳудудга келган барча инвесторлар учун инвестициялаш шартлари яхшиланади. Иқтисодий ўсиш инвестиция сиёсатининг ушбу йўналишини амалга ошириш воситалари сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин:

- маҳаллий ва ҳудудий бюджетлар маблағлари ҳисобига ҳудуднинг ишлаб чиқариш инфратузилмаси яратишни молиялаштириш (жорий ҳолатни яхшилаш);
- ҳудуд иқтисодиётининг устувор тармоқлари учун мамлакат ва ҳудуд таълим муассасаларида маҳаллий аҳолини тайёрлашни молиялаштириш;

- давлат ҳукумати органлари ҳаракатларидан (ҳаракатсизлигидан) кафолатлаш, жумладан, маҳаллий ва ҳудудий ҳукумат органларида коррупцияни бартараф қилиш;
- нодавлат ташкилотларининг ноқонуний ҳаракатларидан кафолатлаш, алоҳида ҳудудда хўжалик юритишнинг ҳуқуқий режимини кучайтириш;
- ҳудуднинг давлат ва муниципиал мулкида бўлган ер участкалари ва нотурар-жой фонд объектларини ижарага олиш ёки мулк қилиб сотиб олиш бўйича инвесторларга ёрдам кўрсатиш.

Ҳудуд инвестиция сиёсатининг навбатдаги функционал йўналиши унинг ахборот таъминоти ҳисобланади. Инвесторлар ҳудудларда инвестиция тизимининг ахборот шаффофлигини баҳолайдилар. Асосан инвестициялар объектлари ҳақида ахборот очиқ бўлади.

Ахборот сиёсати ахборот таъминотининг асосий вазифаси инвесторлар нигоҳида ҳудуднинг ижобий имиджини шакллантириш ва унга инвестиция лойиҳалари, уларни инвестиция фаолиятини ҳудудда амалга ошириш қоидалари ва таомиллари ҳақида ахборот етказиш ҳисобланади.

Қуйидагилар иқтисодий ўсиш инвестиция сиёсатининг ахборот йўналиши воситалари бўлиб хизмат қилади:

- ҳудуд ҳақида батафсил ахборот, жумладан, бизнес юритиш шартлари ҳақида маълумотлар, шунингдек, амалга оширилиши кўзда тутилган инвестиция лойиҳалари ҳақида маълумотлар жойлаштириладиган Интернет-сайтларни қўллаб-қувватлаш;
- инвестицияларни жалб қилиш масалалари бўйича ахборот-таҳлил ва маслаҳат марказларини яратиш;
- эркин ишлаб чиқариш майдонлари каталогларини ишлаб чиқиш;
- ҳудуд корхоналари бизнес-профилларини ишлаб чиқиш;
- қоғозли ва магнитли шаклда «Бизнес-йўл кўрсаткич», «Инвесторнинг йўл кўрсаткичи» ва бошқа справочникларни нашр қилиш;
- потенциал инвесторлар иштирокида анжуманлар ўтказиш;
- инвесторлар маълумотлар тўпламини яратиш, ҳудудда инвестицион имкониятлар бўйича ахборотни аниқ манзилли тарқатиш;

- халқаро симпозиум, кўргазма ва анжуманларда иштирок этиш;
- ҳукумат ва бизнес вакилларидан иборат хорижий делегациялар ташрифини ташкил қилиш;
- потенциал инвесторлар билан ҳамкорликни ривожлантириш ва инвестициялар жалб қилиш учун ҳудуднинг инвестицион имкониятларини тайёрлаш ва тақдим этиш.

Инвестор ҳудудга кириб келгандан бошланадиган ва инвестиция лойиҳаси ўзини қоплаш нуқтасигача давом этадиган инвестицион бошқариш инвестиция сиёсатининг ахборот йўналиши ва унинг давоми ҳисобланади.

Инвестицион бошқариш воситалари қуйидагилар ҳисобланади:

- ҳудудда бизнесни ташкил қилиш ва юритишнинг исталган масалалари бўйича маслаҳатлар беришни ташкил қилиш;
- инвесторларга шартнома асосида ҳудудда корхоналарни рўйхатдан ўтказиш, бухгалтерия ҳисоби, аудит, суғурта, лизинг бўйича ҳудуддаги солиқ органлари билан алоқада хизматлар кўрсатадиган ихтисослашган ваколатли компанияларни конкурсли асосда ташкил қилиш;
- хорижий инвесторлар билан ҳамкорлик ва инвестицион фаолиятни такомиллаштириш бўйича таклифлар ишлаб чиқишга йўналтирилган маслаҳат органларини ташкил қилиш;
- инвестицияларни давлат томонидан қўллаб-қувватлаш масалаларини ҳал қилишнинг маъмурий механизмларини оптималлаштириш ва ушбу жараёнда инвесторнинг ўтиш вақтини минималлаштириш;
- ҳудудда назорат органлари билан алоҳида масалаларни ҳал қилиш;
- инвесторларга ўзаро боғлиқ бўлган фаолият йўналишлари бўйича битта жойда хизмат кўрсатишни кўзда тутадиган «ягона дарча» тизимини яратиш (масалан, ер участкасини расмийлаштириш, лойиҳа ҳужжатларини мувофиқлаштириш ва объект қурилиши учун рухсатнома олиш).

Умуман олганда, инвестицион бошқариш муваффақиятлари хизмат ходимларининг профессионаллик даражаси билан белгиланади, шу сабабли инвестицияларга кўмаклашиш ва бошқарув

органини шакллантириш инвестиция сиёсатининг асосий вазифаларидан ҳисобланади.

Шундай қилиб, ҳудудда инвестиция сиёсатини амалга ошириш воситаларидан фойдаланишда ҳудуддаги инвестиция муҳитини яхшилаш имконияти пайдо бўлади, бу эса, ўз навбатида, унинг барқарор ривожланишига катта қадам бўлади.

Барқарор ривожланиш индикаторларини ишлаб чиқиш катта миқдордаги ахборот олишни талаб қиладиган комплексли жараён бўлиб, бу ахборотни олиш доим ҳам осон эмас, баъзида эса умуман имконсиз ҳисобланади. Тизимга кирадиган индикаторларнинг кўплиги, зарур статистик маълумотлар йўқлиги сабабли кўплаб мамлакатларда улардан фойдаланишни қийинлаштиради.

Барқарор ривожланиш соҳасидаги жаҳон тажрибаси шуни кўрсатадики, уни ташкил қилишга икки ёндашув мавжуд:

1) ҳар бири барқарор ривожланишнинг алоҳида жиҳатларини акс эттирадиган индикаторлар тизимини тузиш. Кўпинча умумий тизим доирасида қуйидаги кўрсаткичларнинг қуйи тизимлари ажратиб кўрсатилади: экологик, иқтисодий, ижтимоий, институционал.

2) унинг асосида ижтимоий-иқтисодий ривожланишнинг барқарорлик даражаси ҳақида мулоҳаза юритиш мумкин бўлган интеграл, агрегацияланган индикатор тузиш.

Агрегациялаш одатда учта кўрсаткичлар гуруҳи асосида амалга оширилади: экологик-иқтисодий, экологик-ижтимоий-иқтисодий, экологик кўрсаткичлар.

Бир қатор халқаро ташкилотлар барқарорлик агрегацияланган индикаторини тузиш билан фаол шуғулланиб келмоқда. Энг муваффақиятли лойиҳалар сифатида БМТ ва Жаҳон банки ишланмаларини қайд этиш мумкин. Агрегацияланган индикатор мавжудлиги, энг аввало, қарор қабул қиладиган шахсларга мамлакат барқарорлиги, ривожланиш йўналишининг экологиклиги ҳақида мулоҳаза юритишга имкон беради. Шундай қилиб, ушбу кўрсаткич ҳозирги кунда иқтисодий фаровонлик ва иқтисодий ривожланиш барқарорлиги улар орқали ўлчанадиган ЯИМ, ЯММ ва миллий даромад каби кўрсаткичларнинг аналоги бўлиши мумкин бўларди. Бироқ, методологик ва статистик муаммолар, ҳисоб-китоб қилиш қийинлиги туфайли бутун дунёда эътироф этилган интеграл индикатор ҳозирча йўқ.

12.3. Ҳудудларда инвестиция сиёсати самарадорлигини баҳолаш

Инвестиция сиёсатининг исталган йўналишларини амалга оширишнинг асосида замонавий инвестицион таҳлил услубиятига мувофиқ самарадорлик мезон кўрсаткичлари маълум бир тўплами бўйича олиб бориладиган инвестициялаш объектларининг инвестицион хусусиятларини баҳолаш ётади. Инвестициялар самарадорлиги кўрсаткичлари қийматини аниқлаш кўриб чиқилаётган инвестиция объектига келгуси таҳлил учун мақбуллик нуқтаи назаридан қараш, қатор рақобатлашувчи инвестиция объектларини қиёсий баҳолаш ва уларни рангларга ажратиш, самарадорлик ва риск берилган нисбатини таъминлайдиган инвестиция объектлари йиғиндисини танлашга имкон беради.

Инвестициялар самарадорлигини баҳолаш инвестицион қарор қабул қилишнинг энг масъулиятли босқичи бўлиб, инвестициялаш мақсадларини амалга ошириш даражаси кўп жиҳатдан унинг натижаларига боғлиқ бўлади. Ўз навбатида, олинган натижалар объективлиги ва ишончлилиги кўп жиҳатдан фойдаланиладиган таҳлил усуллари билан белгиланади. Шу муносабат билан инвестициялаш вариантларини оқилона танлаш мақсадида, уларни қўллаш имкониятларини аниқлаш ва макроиқтисодий тизимлар инвестиция сиёсатини амалга ошириш самарадорлигини баҳолашга мавжуд услубий ёндашувларни кўриб чиқиш муҳим аҳамият касб этади.

Ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга оширишнинг ҳозирги амалиётда, самарадорлигини баҳолашнинг уч хил ёндашуви мавжуд.

Ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга ошириш самарадорлиги иккита таркибий қисмлар билан асосланади:

1) ҳудуднинг ривожланиш истиқболларини белгилаб берадиган асосий тавсифнома ҳудуднинг инвестицион жозибадорлигидан фойдаланиш даражаси ҳисобланади. Мамлакат субъектларининг инвестицион жозибадорлигидан фойдаланиш даражаси ҳудуддаги инвестицион фаолликнинг ҳудуд инвестицион жозибадорлигига нисбати сифатида аниқланади.

Ҳудуднинг инвестиция салоҳияти ҳудудда мавжуд турли иқтисодий, ижтимоий ва табиий ресурслар, унинг географик жойлашув хусусиятлари ва унда инвестицион фаолликни шаклла-

тириш учун зарур муҳим бўлган бошқа объектив шароитлардан келиб чиқиб, барча (ички ва ташқи) молиялаштириш манбалари ҳисобига ҳудуд асосий капиталига жалб қилиниши мумкин бўлган инвестициялар ҳажми сифатида баҳоланади.

Ҳудуднинг инвестицион жозибадорлиги унинг инвестицион рисклари даража ва инвестиция салоҳиятидан, яъни ҳудуддаги инвестиция фаолияти шартларидан келиб чиқиб, ҳудуд асосий капиталига жалб қилиш мумкин бўлган капитал қўйилмалар ҳажми бўйича ҳисоблаб чиқилади.

2) мамлакат ҳудудларида инвестиция фаолияти ривожланишининг бошқа бир муҳим тавсифномаси инвестицияларни молиялаштириш манбалари ҳисобланади. Бунинг учун анъанавий равишда инвестициялар манбаларида давлатниг ўз маблағлари улуши юқори эканлиги хос бўлиб, бу молия бозорининг ривожланмаганлиги билан боғлиқ.

Ҳудудлар таснифи инвестицияларни молиялаштиришнинг ўз маблағлари ҳамда жалб қилинган давлат ва нодавлат маблағлари нисбатидан келиб чиқиб тузилади.

Ҳудудий инвестиция сиёсатини амалга ошириш самарадорлиги мамлакат субъектларининг ҳудуд тури ва инвестицион жалб этувчанликдан фойдаланиш даражаси билан белгиланади.

AK&M ахборот агентлиги томонидан ўтказилган тадқиқот негизида ҳудудий инвестиция сиёсатини амалга ошириш самарадорлиги икки гуруҳдаги мезонларни таҳлил қилиш асосида аниқланади:

- ҳудуднинг молиявий ҳолатини белгилаб берадиган мезонлар (субъектларнинг бюджет ижроси ҳақида ойлик ҳисоботлар маълумотларига, шунингдек, давлат қарзи ҳажми ҳақида ҳудудий маъмуриятлар маълумотларига асосланади);
- ҳудуднинг иқтисодий ривожланиш даражасини белгилаб берадиган ва бюджетнинг даромадлар қисмини шаклантириш шарт-шароитларини яратадиган мезонлар (давлат статистика қўмитаси маълумотларига асосланади).

Ҳудуднинг молиявий ҳолатини белгилаб берадиган мезонлар гуруҳига қуйидагилар кириши мумкин:

1) давлат қарзининг бюджетнинг ўз даромадларига нисбати;
2) даромадлар умумий ҳажмида ўз даромадларининг улуши;
3) бюджетнинг ўз даромадлари ҳажми;
4) бюджет тақчиллигининг бюджет даромадларига нисбати;

5) харажатларда бошқа даражадаги бюджетларга йўналтириладиган маблағлар улуши;

6) харажатларда ажратиладиган кредитлар ва бюджет ссудалари улуши.

Ҳудуднинг иқтисодий ривожланиш даражасини белгилаб берадиган мезонлар қаторига қуйидагилар кириши мумкин:

1) солиқлар бўйича қарзларнинг солиқ тўловлари ҳажмига нисбати;

2) фойда кўриб ишлайдиган корхоналарнинг алоҳида ҳудудда қайд қилинган корхоналар умумий сонидаги улуши;

3) корхона фойда ва зарарлари сальдоси;

4) аҳолининг бир кишига ҳисоблагандаги пул даромадлари.

Шу усул билан мамлакат субъектларининг нисбий кредит лаёқати даражасини аниқлаш мумкин, ушбу кўрсаткич динамикаси ҳудудий инвестиция стратегияларини амалга ошириш самарадорлигидан далолат беради.

Россия Федерациясининг «Эксперт РА» рейтинг агентлиги томонидан ҳар бир йил якунлари бўйича алоҳида ҳудудлари инвестицион жозибадорлиги таҳлил қилинади. Тадқиқот ўтказишда ҳудудий жалб этувчанлик иккита асосий тавсифнома – инвестиция риски ва инвестиция салоҳияти билан белгиланади. Инвестиция риски ҳажми инвестициялардан йўқотишлар ва улардан олиш мумкин бўлган даромадни кўрсатади. Интеграл риск етти хил риск тури – қонунчилик риски, сиёсий риск, ижтимоий риск, иқтисодий риск, молия риски, криминал риск ва экология рискидан ташкил топади. Ҳар бир риск тури бўйича ҳудуд ранги экспертлар томонидан ҳудудларни инвестиция риски индекси қиймати бўйича тартибга солиш натижасида – ўртача мамлакат риск даражасига нисбатан аниқланган.

Инвестиция салоҳияти қуйидаги каби асосий макроиқтисодий тавсифларни ҳисобга олади: ҳудуднинг ишлаб чиқариш омилларига тўйинганлиги, аҳолининг истеъмол талаби ва бошқа кўрсаткичлар. Ҳудуднинг умумий инвестиция салоҳияти саккизта хусусий салоҳиятдан иборат бўлиб, уларнинг ҳар бири ўз навбатида, бир гуруҳ кўрсаткичлар билан тавсифланади.

Инвестицион маҳсулотнинг асосий таркибий қисмлари қуйидагилар ҳисобланади: меҳнат, истеъмол, инфратузилма, ишлаб чиқариш, инновацион, молиявий ва табиий-ресурслар.

Алоҳида олинган ҳудуднинг ҳар бир салоҳият тури бўйича ранги барча ҳудудлар умумий салоҳиятида унинг улуши (фоизда) сифатида унинг салоҳиятини миқдорий баҳолашга боғлиқ бўлади.

Риск ёки салоҳият умумий кўрсаткичи риск ёки салоҳият хусусий турларининг ўртача ўлчанган суммаси сифатида ҳисоблаб чиқилади. Кўрсаткичлар – ҳар бири ўзининг вазн коэффициенти билан йиғиндиси чиқилади. Ҳудуднинг якуний ранги хусусий кўрсаткичлар ўлчанган йиғиндиси бўйича ҳисоблаб чиқилади. Натижада ҳар бир ҳудуд нафақат ранги билан, балки унинг инвестициялар объекти сифатида қанчалик буюк эканлиги ва ушбу ҳудудга инвестициялаш риски қанчалик катта эканлигини аниқлашга имкон беради.

Умумий салоҳият ёки интеграл рискка ҳар бир таркибий қисмнинг ҳиссаси вазнини баҳолаш маҳаллий ва хорижий инвестиция ва консалтинг компаниялари ва корхоналарнинг мос келувчи йилдаги экспертар орасида ўтказилган сўровлар натижасида олинади. Экспертлар тариқасида шунингдек, бир қатор мамлакат субъектлари инвестиция департаментлари раҳбарлари ҳам жалб қилинади.

Шундай қилиб, қайд этиш мумкинки, турли услубиятлар, турли кўрсаткичлар нуқтаи назаридан инвестиция сиёсатини амалга ошириш самарадорлигини тавсифлайди. Ҳозирги шароитларда иқтисодий тизимларни ривожлантиришнинг стратегик йўналишларини, жумладан, инвестиция сиёсати борасида амалга ошириш учун янги имкониятлар очиб берадиган янги воситалар негизида инвестиция сиёсатини амалга ошириш самарадорлигини комплексли баҳолаш зарур. Бундай воситалар қаторига, масалан, мувозанатланган кўрсаткичлар тизими, шунингдек, иқтисодий тизимлар стратегияларини шакллантириш янги моделлари ва уларнинг стратегик йўналишларини белгилаб берадиган омилларни аниқлаш ва уларнинг самарадорлигини баҳолаш киради.

Ҳудудий инвестиция сиёсати самарадорлигини баҳолашга нисбатан фойда ва харажатларни таҳлил қилиш усулидан биринчи бўлиб Дж.А.Шофилд фойдаланган.[1] У депрессив ҳудудлар ривожланишини рағбатлантириш учун фойдаланиладиган механизмлар тизими соф самарасини баҳолаш учун қуйидаги формулани таклиф қилган:

[1] Бизнес: Оксфордский толковый словарь. – М.: «Прогресс-Академия», 1995.

$$\mathbf{NPV} = \sum_{r=1}^{n}\sum_{k=1}^{m}\frac{W_{rt}B_{wt} + P_{rt}B_{pt} + A_{rt}}{(1+i)^k} - \sum_{r=1}^{n}\sum_{k=1}^{m}\frac{D_{rt} + G_{rt} + M_{rt}}{(1+i)^k} \quad (12.1)$$

бу ерда:

NPV – ҳудудий инвестиция сиёсати чора-тадбирларининг келтирилган соф самараси;

W – ҳудудий инвестиция сиёсати чора-тадбирлари билан асосланадиган меҳнат даромади;

P – ҳудудий инвестиция сиёсати чора-тадбирлари билан асосланадиган капиталга даромад;

B_w – меҳнат даромади учун миллий мультипликатор;

B_p – капиталга даромад миллий мультипликатори;

A – ҳудудий инвестиция сиёсати чора-тадбирларини амалга оширишдан бош тортишда меҳнат ресурслари миграцияси олиб келиши мумкин бўлган харажатларда тежаш;

D – ҳудудий инвестиция сиёсатини амалга ошириш билан боғлиқ капитал харажатлар;

G – ҳудудий инвестиция сиёсатини амалга ошириш билан боғлиқ капитал харажатлар;

M – корхоналарни рағбатлантириладиган майдонга ўтказиш билан боғлиқ харажатлар;

i – дисконт ставкаси;

r – ҳудуднинг тартиб рақамини белгилаш учун индекс:

t – сиёсатни амалга ошириш тартиб рақамини белгилаш учун индекс;

n – кўриб чиқиладиган ҳудудлар сони;

m – ҳисоб-китоб даври давомийлиги.

Ушбу тенгламага киритилган барча кўрсаткичларни баҳолаб, Шофилд Буюк Британияда депрессив ҳудудларни иқтисодий рағбатлантириш бўйича чора-тадбирлар тизимини амалга ошириш оқибатида жамият фаровонлигининг сезиларли ўсганлиги ҳақида хулосага келди.

Шубҳасизки, Шофилд таклиф қилган, ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга ошириш билан боғлиқ фойда ва харажатлар рўйхатини узил-кесил деб ҳисоблаб бўлмайди ва келгусида бу рўйхат турли муаллифлар томонидан бир неча маротаба аниқлаштирилган. Ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга ошириш билан боғлиқ фойда ва харажатлар комплексли тизимига энг муваффа-

қиятли ёндашувлардан бири Г.Армстронг ва Дж.Тэйлор[1] тадқиқотларида баён қилинган.

Г.Армстронг ва Дж.Тэйлор хулосасига кўра, ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга оширишдан олинадиган асосий ижтимоий фойдалар қаторига қуйидагилар киради:

- ► ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга ошириш натижасида даромаднинг ўсиши;
- ► қўллаб-қувватланадиган ҳудудлардан қўллаб-қувватланмайдиган ҳудудларга аҳоли миграциясининг қисқариши натижасида ижтимоий хизматлар тақдим этиш ва инфратузилма яратиш харажатларида тежаш;
- ► ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга оширишдан воз кечишда қўллаб-қувватланадиган ҳудудлари тарк этишга мажбур бўлиши мумкин бўлган жисмоний шахслар учун кўчиб ўтиш харажатларида тежаш;
- ► иқтисодий фаолиятни бир текисда маконга оид тақсимлаш туфайли шаҳар ташқи харажатларида тежаш (инфратузилмага ҳаддан ташқари оғир юклама ва ифлослантириш билан асосланадиган);
- ► ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга ошириш натижасида даромадни бир текисроқ тақсимлаш;
- ► иқтисодиёт билан боғлиқ бўлмаган фойда (сиёсий, ижтимоий, экологик).

Ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга оширишнинг асосий харажатлари қуйидагилар ҳисобланади:

- ишлаб чиқариш ресурсларини муқобил фойдаланиш йўналишларидан чалғиш натижасида даромадлар йўқотилиши;
- янги жойга кўчиш харажатлари;
- янги ишлаб чиқаришлар яратиш ва мавжуд ишлаб чиқаришни модернизация қилиш бўйича капитал харажатлар;
- инфратузилма яратиш харажатлари;
- ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга ошириш билан боғлиқ маъмурий харажатлар;
- атроф-муҳитга етказилган зарар.

---

[1] *В.Беренс*. Руководство по оценке эффективности инвестиций. Пер. с англ. – 2-е изд. перераб. и доп. / В. Беренс, П.М.Хавренек. – М.: АОЗТ «Интреэксперт», «Инфра-М», 1995.

Шофилд, Армстронг ва Тэйлор томонидан таклиф қилинган ҳудуд инвестиция сиёсатини амалга ошириш ижтимоий харажатларини ажратишга ёндашувлар таҳлили шуни кўрсатадики, уларнинг кўпчилиги нафақат қўллаб-қувватланадиган ҳудудлар аҳолиси фаровонлигида, балки бошқа, муваффақиятлироқ ва ривожланган ҳудудлар аҳолиси фаровонлигида ҳам акс этади. Бу энг аввало, энг йирик шаҳар агломерацияларида ижтимоий инфратузилма ортиқча юкланганлиги, шунингдек, фаровонлиги пастроқ бўлган ҳудудлардан аҳоли оқимининг чекланиши оқибатида етакчи ҳудудлар ишлаб чиқариш имкониятларининг қисқариши билан боғлиқ харажатлар қисқариши ҳисобига рўй беради. Шу сабабли, миллий иқтисодиётнинг ресурслар салоҳияти ва мавжуд инфратузилмадан фойдаланишни оптималлаштириш учун у ёки бу чора-тадбирларни амалга оширишнинг барча ҳудудлар учун оқибатларини ҳисобга олиши шарт бўлган, федерал марказ томонидан ҳудудий даражада инвестиция жараёнларига фаол аралашиш зарур.

Фойда ва харажатларни таҳлил қилиш усули доирасида ҳудуд инвестиция сиёсати самарадорлигини баҳолаш нуқтаи назаридан К.Блейк томонидан таклиф этилган инвестиция лойиҳалари таснифи муҳим аҳамият касб этади.[1] Ушбу таснифга мувофиқ, рағбатлантириладиган ҳудудларда амалга ошириладиган барча инвестиция лойиҳаларини уч тоифага ажратиш зарур:

- инвестиция сиёсати чора-тадбирларини амалга оширишдан воз кечишда бошқа ҳудудларда амалга оширилиши мумкин бўлган, сиёсат чалғитган лойиҳалар (subsidy – divertedprojects);
- инвестиция сиёсати чора-тадбирларини амалга оширишдан воз кечишда барибир қўллаб-қувватланадиган ҳудудда амалга ошириладиган мустақил лойиҳалар (autonomousprojects);
- инвестиция сиёсати чора-тадбирларини амалга оширишдан воз кечишда рағбатлантириладиган ва бошқа ҳудудларда амалга оширилмайдиган, сиёсат ташаббусчиси бўлган лойиҳалар (subsidy–createdprojects).

Мустақил лойиҳалар ҳудуд инвестиция сиёсати самарадорлигини баҳолашда умуман – фойда ва харажатлар ҳам ҳисобга

[1] *Е.С.Бернштам.* Инвестиции в региональную экономику: сравнительный анализ субъектов Российской Федерации //Федеративные отношения и региональная социально-экономическая политика. 2002. №9. 6–20-б.

олинмаслиги керак. Шу аснода бу дастурларни ишлаб чиқувчилар, қоидага кўра, уларга мустақил лойиҳалар киритиш ҳисобига кўламини сунъий равишда оширишга, уларни амалга ошириш ҳақида қарорлар дастурда кўзда тутилган стимуллар тизимига асло боғлиқ бўлмаган қарорлар қабул қилишга интилади.

Сиёсат уларнинг ташаббуси билан чиққан лойиҳаларга кўра, ҳудуд инвестиция сиёсати самарадорлигини баҳолашда ушбу лойиҳаларни амалга ошириш билан боғлиқ барча тижорат натижалари ва барча тижорат харажатлари ҳисобга олиниши керак. Сиёсат чалғитадиган лойиҳалар бўйича лойиҳаларни бошқа ҳудудларда амалга оширишдан воз кечиш билан боғлиқ муқобил харажатлар ҳисобга олиниши лозим. Агар ҳудуд инвестиция сиёсатида кўзда тутилган, рағбатлар таъсири остида тижорат нуқтаи назаридан фойдалироқ бўлган лойиҳадан бошқа ҳудудларда воз кечиладиган ва тижорат нуқтаи назаридан унчалик фойдали бўлмаган лойиҳаларга ўтиладиган бўлса (ҳудудий сиёсатда рағбатлар, масалан, субсидиялар ёки солиқ имтиёзлари ҳисобга олингунга қадар), бу жамият фаровонлиги соф йўқотишларга олиб келиши мумкин, лекин улар аҳоли миграцияси билан боғлиқ харажатларни тежаш, йирик агломерацияларда ижтимоий инфратузилма харажатларини қисқартириш ва даромадларни бир текисроқ тақсимлаш ҳисобига қопланаши мумкин.

Назарий жиҳатдан фойда ва харажатларни таҳлил қилиш усули мамлакатнинг турли субъектлари томонидан амалга ошириладиган ҳудуд инвестиция сиёсати самарадорлигини баҳолаш учун ҳам фойдаланилиши мумкин. Бироқ, бунинг учун ҳар ҳолда, ҳудудда асосий инвестиция лойиҳаларини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш шартлари ҳақида, улардан ҳар бирига нисбатан амал қиладиган стимуллар ва ташкилий қўллаб-қувватлаш чоралари ҳақида, шунингдек, ҳудудий маъмуриятлар таклиф қиладиган рағбатларга иқтисодий агентлар реакцияси ҳақида ахборот талаб этилади. Бундай баҳолашни амалга ошириш учун зарур бўлган энг тахминий бошланғич маълумотларни эса қимматбаҳо тадқиқотлар ўтказмасдан олишнинг имкони йўқ. Шу билан бир пайтда ҳудуд инвестиция сиёсати самарадорлигини бошқа ҳудудларда эришилган, таққослаш мумкин бўлган ривожланиш шароитлари билан тавсифланадиган натижалар билан таққосланган ҳолда йириклаштирган ҳолда баҳолаш имконияти мавжуд.

Мамлакат ҳудуд инвестиция сиёсати самарадорлигининг йириклаштирилган баҳоларини қиёсий усул билан олиш иккита вазифани олдиндан ҳал қилишни талаб этади, улардан биринчиси ҳудудлар инвестицион салоҳияти тавсифларини баҳолаш услубиятини танлаш билан, иккинчиси эса – бир хил турдаги ҳудудлар гуруҳи бўйича инвестицион фаолият натижалари ва инвестиция салоҳияти тавсифларини таққослаш асосида инвестиция сиёсати самарадорлиги интеграл кўрсаткичини шакллантиришга имкон берадиган методологияни танлаш билан боғлиқ.

Ҳудуд инвестиция сиёсати самарадорлик индикаторини тузиш учун А. Чанс, В. Купер ва Э.Родс томонидан улар фаолиятининг кириш ва чиқиш кўрсаткичлари кўплиги шароитларида қарор қабул қиладиган бирликлар қиёсий самарадорлигини (decisionmakingunits) ўлчаш учун ишлаб чиқилган маълумотларни қамраб олиш усулидан (dataenvelopmentmethod, DEA) фойдаланиш мумкин.[1]

Маълумотларни қамраб олиш усулининг моҳияти қуйидагидан иборат. Уларнинг самарадорлигини таққослаш лозим бўлган I бирлик қарор қабул қилиш, мавжуд бўлсин. Ҳар битта I бирлик қарор қабул қилиш киришда мавжуд бўлган J турдаги ресурслар ва чиқишдаги K фаолият натижалари билан тавсифлансин, бунда I бирлик қарор қабул қилишнинг кирувчи (X_{jl}) ва чиқувчи (Y_{kl}) бирлик кўрсаткичлари барча қийматлари манфий эмас. Шунда i бирлик қарор қабул қилиш самарадорлигини қуйидаги кўринишда ёзиш мумкин бўлади:

$$\sum_{k=1}^{K} W_{kl} Y_{kl} \Big/ \sum_{j=1}^{J} V_{jl} X_{jl} \qquad (12.2)$$

бу ерда:

W_{kl} ва V_{jl} – ҳар бир кирувчи ва чиқувчи кўрсаткичга берилган вазн коэффициентлари.

Маълумотларни қамраб олиш усули қуйидаги математик дастурлаш масаласини ечиш асосида i қарор қабул қилиш ҳар битта бирлиги учун вазн коэффициентларини индивидуал аниқлашни талаб этади:

---

[1] *О.И.Бетин.* Некоторые аспекты региональной социально-экономической политики // Федеративные отношения ирегиональная социально-экономическая политика. 2003.№1. 11–16-б.

$$\frac{\sum_{k=1}^{K} W_{ki} Y_{ki}}{\sum_{j=1}^{J} V_{ji} X_{ji}} \rightarrow \textit{чекловлар билан тах даражада}$$

$$\frac{\sum_{k=1}^{K} W_{ki} Y_{kb}}{\sum_{j=1}^{J} V_{ji} X_{jb}} \leq 1, \quad b = \overline{1, I}, \quad V_{ij} \geq 0, \qquad k = \overline{1, K} \tag{12.3}$$

Мазкур математик дастурлаш масаласини ечиш давомида b қарор қабул қилиш, бошқа барча бирликлари билан i қарор қабул қилиш бирликларини таққослаш амалга оширилади, шунингдек, кириш кўрсаткичлари берилган уйғунлашувида чиқиш кўрсаткичларнинг энг яхши комбинацияларини белгилаб берадиган самарали чегара баҳоланади.

Самарали чегарага тўғри келадиган қарор қабул қилиш бирликлари учун e_i кўрсаткичи 1 га тенг бўлган максимал эҳтимолий қийматга эга бўлади. Агар қарор қабул қилиш бирлиги бошқа бирликлар билан таққослаганда кичикроқ самарадорлик намойиш этадиган бўлса, оптималлаштириш масаласини ечиш натижасида ҳисоблаб чиқилган e_i чи 1 дан кичик бўлиб чиқади, бунда бу кўрсаткич қиймати қанчалик кичик бўлса, ушбу бирлик самарали чегарадан шунчалик узоқда жойлашади.

Инвестиция салоҳияти юқори ва паст бўлган ҳудудлар учун аналог-ҳудудлар сони етарли эмаслиги сабабли уларнинг инвестиция сиёсати самарадорлигини баҳолаш қиёсий усул билан амалга оширилмаган.

12.4. Инвестиция муҳити ва унинг шаклланиши

Хориждан капитал қабул қилувчи томонидан инвестиция муҳити моделини ишлаб чиқиш, ҳар томонлама асосланган ташқи иқтисодий алоқаларни аниқлаб берувчи воситадир. У орқали хорижий инвесторга таъсир кўрсатувчи омиллар тўғрисида аниқ тушунчаларга эга бўлиш, хорижлик инвесторларнинг хулқ-атворини ҳар томонлама англаш ва мамлакатдаги иқтисодий ҳолатни чуқурроқ баҳолаш имконияти пайдо бўлади. Бу жараёнларнинг барчаси республикамизнинг бошқа давлатлар билан дастлабки иқтисодий муносабатларини йўлга қўйиш жараёнида четдан капитални жалб қилишда муҳим аҳамият касб этади.

Инвестиция муҳити – инвестициялар жозибадорлиги ҳамда хавф-хатар даражасини белгилаб берадиган ижтимоий-иқтисодий, молиявий ва сиёсий омиллар мажмуи.

Инвестиция муҳити комплекс, кўпқиррали тушунча бўлиб миллий қонунчилик иқтисодий шарт-шароитлар (инқироз, ўсиш, стагнация), божхона режими, валюта сиёсати, иқтисодий ўсиш суръатлари, инфляция суръатлари, валюта курсининг барқарорлиги, ташқи қарздорлик даражаси каби кўрсаткичларга эга.[1]

Инвестиция муҳити объект категорияси бўлиб, ҳар бир алоҳида олинган вақт доирасида инвесторлар учун ҳақиқатда мавжуд бўлган шарт-шароитлар мажмуасини акс эттиради. Лекин, ҳозирги шароитда инвестиция муҳити фақат давлат органлари таъсири остида шаклланмоқда. Албатта, бу ишларни амалга оширишда жаҳон тажрибасидан, жумладан, хорижий инвестиция билан ташкил этилиб, юксак иқтисодий кўрсаткичларга эришган компания ва фирмалар тажрибасидан кенгроқ фойдаланиш керак. Бу жараённи амалга оширишда миллий хусусиятларни ҳам ҳисобга олиш лозим.

Давлат ҳокимиятининг таъсирчанлиги инвестиция муҳитини аниқловчи омиллардан биридир. Шундан келиб чиқиб, ҳар бир капитал жалб қилувчи мамлакат маълум бир инвестиция тизимига эгалигини таъкидлаш мумкин. Бу тизим ҳуқуқий меъёрлар ва муассасалардан иборат хорижий инвестицияларни қабул қилиш тизими ва инвестиция муҳитини ўз ичига олади. Хорижий капитални қабул қилиш тизими инвестиция муҳитининг компоненти бўлиб хизмат қилади ва унга нисбатан мустақил равишда ташкил этилади. Чунки, у инвестиция муҳитини ўзгартиришга қодирдир. Хорижий инвестицияларни қабул қилиш тизими қабул қилувчи томонининг хорижий капитални миллий иқтисодиётга қулай равишда кириб келишини намоён этади, инвестиция муҳити кириб келган капитални мамлакат ичида оптимал равишда ўсиб бориш вазиятига баҳо беради.[2]

Инвестиция муҳити – бу хорижий капитал қўйилмаларининг қалтислик даражасини ва улардан мамлакатда самарали фойдала-

---

[1] *А.В.Ваҳабов ва бошқалар.* Хорижий инвестициялар. Ўқув қўлланма. – Т.: «Молия». 2010.

[2] *Ҳ.Ҳ.Имомов.* Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш. Ўқув қўлланма. – Т.: ТДИУ, 2007. 232-б.

ниш имкониятларини олдиндан белгилайдиган иқтисодий, сиёсий, юридик ва ижтимоий омиллар йиғиндисидир.

Инвестиция муҳити – бу мамлакатдаги инвестиция жараёнларига таъсир кўрсатувчи иқтисодий, сиёсий, меъёрий-ҳуқуқий, ижтимоий ва бошқа шарт-шароитлар мажмуидан иборат. Инвестиция муҳити табиий шарт-шароитлар, фойдали қазилмалар захиралари, ишчи кучи малакаси ва ўртача иш ҳақи даражаси, иқтисодий конъюнктура ҳолати, ички бозор сиғими, товарларни ташқи бозорда сотиш имкониятлари, кредит тизими ҳолати, солиққа тортиш даражаси, ишлаб чиқариш ва ижтимоий инфратузилманинг ривожланганлиги, хорижий капиталга нисбатан давлат сиёсати, унга нисбатан имтиёзли шарт-шароитларнинг яратилганлиги каби омиллар орқали белгиланади.

Инвестиция муҳити – инвестицион жараёнлар амалга ошадиган шароит бўлиб, у ҳудуднинг инвестиция фаолияти ҳамда инвестицияларнинг риск даражасини аниқлайдиган сиёсий, иқтисодий, ҳуқуқий, ижтимоий ва бошқа омиллар таъсирида шаклланади.[1]

Мамлакатнинг инвестиция муҳитини шакллантирадиган омиллар комплекси қуйидагилардир:

1. *Сиёсий омиллар:* хорижий инвестиция борасида давлат сиёсати; халқаро келишувларга риоя қилиш; давлатнинг иқтисодиётга аралашуви даражаси; иқтисодий сиёсатнинг ҳаётийлиги; мамлакатнинг халқаро шартномалар тизимида қатнашуви; давлат аппаратининг иш фаолияти; сиёсий ҳукуматнинг инвестицияларга мойиллиги.

2. *Иқтисодий ҳолат:* мамлакат тўлов балансининг ҳолати, валюта барқарорлиги, ташқи иқисодий алоқаларни ривожланганлиги, ички бозор сиғимининг катталиги, инфляция даражаси, ЯИМ, саноат ва қишлоқ, хўжалиги маҳсулотлари ишлаб чиқаришнинг ўсиш суръатлари.

3. *Ҳуқуқий база:* янги шароитларга мос келадиган, мамлакат ва унинг алоҳида тармоқларининг ижтимоий-иқтисодий ривожланишини бошқарадиган фармонлар, қарорлар, низомлар йўриқномаларнинг мавжудлиги.

4. *Табиий хом ашё ресурслари:* минерал, хом ашё, ёқилги-энергетика ва сув ресурслари захиралари, қишлоқ хўжалиги хом-ашёси ишлаб чиқариш ҳажмлари.

---

[1] *Ш.И.Мустафақулов.* Инвестиция муҳитининг жозибадорлиги. Илмий-амалий қўлланма. – Т.: «Baqtriya press», 2017. 39-б.

5. *Меҳнат ресурслари ва бандлик:* иқтисодни фаол аҳоли сони, банд аҳоли улуши, ишсизлик даражаси хизматчилар даромади даражаси, кадрларнинг малака даражаси.

6. *Ишлаб чиқаришнинг техник базаси:* асосий ишлаб чиқариш фондлари, ишлаб чиқариш қувватларидан фойдаланиш даражаси, ускуналарнинг фойдаланиш муддати таркиби, асосий фондларининг эскириши даражаси.

7. *Илмий-техника салоҳияти:* иқтисодиётни ривожлантиришга қаратилган инвестициялар, шу жумладан, хорижий инвестициялар ҳажмлари. Инвестиция таваккалчилик даражаси. Ишлаб чиқаришнинг техник жиҳозланиши, фан-техника ютуқларидан фойдаланиш ва ИТТКИ соҳасини ривожлантириш ҳолати, маҳсулотнинг фан сиғимкорлиги катта ва юқори технология турларини ишлаб чиқариш.

8. *Молия-кредит тизими:* солиқ ва кредит сиёсати, иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарининг фойдалилик ва рентабеллик даражаси. Нарх сиёсати ва нархни шакллантириш сиёсати.

9. *Инфратузилма:* банк тизими ривожланиши ҳолати, транспорт, коммуникация хизматлари ва меҳмонхона хўжалиги соҳалари, товар ва фонд биржалари, маркетинг, консалтинг, аудиторлик хизматлари, суғурта соҳаси тармоғининг ишончлилиги.

10. *Экологик вазият:* атроф-муҳитнинг ифлосланиш даражаси, радиацион фон, зарарли чиқиндилар.

11. *Ижтимоий омиллар:* жамоатчиликнинг хусусий мулк ва хорижий инвестицияларга муносабати; жамиятнинг мафкуравий бирдамлик даражаси; мамлакат ижтимоий-иқтисодий тараққиётининг асосий масалалари бўйича келишувнинг мавжудлиги; ишчи гуруҳининг ташкилотчилиги.

Иқтисодиётдаги инвестиция муҳити, биринчи навбатда, мамлакатдаги иқтисодий барқарорлик билан белгиланади. Мамлакатдаги иқтисодий аҳволни таърифлайдиган асосий кўрсаткичлар (ЯИМ, саноат ва қишлоқ хўжалиги ишлаб чиқаришининг ўсиши суръатлари, ташқи иқтисодий алоқаларнинг ривожланиши даражаси ва ҳоказолар) айни вақтда етарлича барқарор динамикага эга ва қулай инвестиция муҳитини шакллантиришда салмоқли кафолат ҳисобланади.

Инвестиция қабул қилувчи мамлакат ички бозори сиғимининг катталиги хорижий инвесторлар учун муҳим омил ҳисобланади. Таҳлиллар кўрсатишича, Ўзбекистоннинг ички бозори истеъмол

товарлари билан ҳали тўлиқ тўйинтирилмаган, шу боис аҳоли ялпи талабининг сезиларли қисми импорт ҳисобига қондирилади.

Капитални ташқаридан жалб қилишга ёрдам берадиган омил хорижий тадбиркорларга инвестициялаш учун қулай муҳитни шакллантиришга кўмаклашадиган рағбатлар тизимини таклиф қилишдир. Республика қонунчилиги томонидан мустақиллик йилларида қабул қилинган имтиёзлар ва рағбатлар етарли миқдорда бўлиб, инвесторлар фаолиятининг ҳамма жиҳатларини қамраб олган.

Умуман олганда, ***инвестиция муҳити*** – бу мамлакатнинг маълум бир ҳудудига киритиладиган инвестицияларнинг самарадорлигини ва хавфсизлигини таъминлашга қаратилган иқтисодий, ижтимоий, сиёсий шарт-шароитлар мажмуасидир. Мамлакатдаги умумий инвестиция муҳити ҳудуд, тармоқ ва корхоналардаги инвестиция фаолиятига таъсир кўрсатади. Инвестицияларни шакллантириш ва улардан фойдаланиш, мамлакат ва хўжалик юритувчи субъектларнинг инвестицион сиёсати асосида амалга оширилади. Бу сиёсат биринчидан, капитал қўйилмаларнинг устувор йўналишларини, иккинчидан, ишлаб чиқариш кучларини тўғри жойлаштириш ва ривожлантириш, учинчидан, фан-техника тараққиёти ва бутун иқтисодиётнинг ривожланишини белгилаб беради.

12.5. Ўзбекистонда инвестиция сиёсати ва муҳити

Маълумки, жаҳон амалиётида кўплаб мамлакатлар иқтисодий муваффақиятларга иқтисодиётни ва унинг тармоқларини эркинлаштириш туфайли эришишган. Ҳозирги кунда Ўзбекистон Республикасида ҳам жамият ҳаётининг барча соҳалари, шу жумладан, иқтисодиётни эркинлаштиришга қаратилган тадбирлар амалга оширилмоқда. Ташқи иқтисодий сиёсатни эркинлаштириш ислоҳотларни амалга ошириш имкониятларини кенгайтиради, ўтиш даври иқтисодиёти масалалари ечимини тезлаштиради. Бундай эркинлаштиришнинг асосий шаклларидан бири хорижий инвестицияларнинг мамлакатга кириб келишини кенгайтиришни таъминлашдир.

Хорижий, биринчи навбатда, тўғридан-тўғри хусусий инвестицияларни жалб қилиш, бунинг учун зарур инвестиция муҳити ҳамда хорижий инвесторлар учун кафолатларни яратиш – миллий

иқтисодиётнинг тизимли таъминланиши ва ишлаб чиқариш модернизациясининг экспорт ўсиши ва импорт ўрнини босиш таъминланишининг муҳим шартларидандир.

Ўзбекистон иқтисодиётини модернизация қилишнинг ҳозирги босқичида инвестиция фаолиятини амалга ошириш механизмларини янада такомиллаштириш талаб этилмоқда. Инвестиция бозорини шакллантириш инвестиция ресурсларини тўплаш, жамғармаларни инвестицияларга айлантириш, улардан фойдаланиш самарадорлигини ошириш муаммоларини ҳал этишнинг зарурий шарти ҳисобланади.

Кўплаб мамлакатлар хорижий қўйилмаларни жалб этиш мақсадида имтиёзли шароитларни яратади, хусусан, капитални сақлаш ва зарарларни қоплашни кафолатлайди, имтиёзли солиқ олишни киритади ва фойдани хорижга эркин ўтказишга рухсат беради, олинган даромадлар бошқаларни қайта инвестициялашга шароитлар яратади. Ўзбекистон ҳам хорижий маблағларни жалб қилишдан манфаатдордир. Ҳозирги вақтда улар асосан халқаро ташкилотлар ва бошқа мамлакатлар ҳукуматлари кредити тарзида келмоқда. Шу билан бирга, республика хорижий инвестицияларга эҳтиёж сезади, чунки кредитдан фарқли равишда инвестициялар қарздор қилиб қўймайди, балки ишлаб чиқаришни кенгайтириш ва замонавийлаштиришга, илмий ишлаб чиқарувчи кучларни ривожлантиришга бевосита ёрдам беради.

Ўзбекистон Республикасида таркибий ўзгаришларни, иқтисодиётнинг соҳа ва тармоқларини диверсификация ва модернизация қилишни изчил давом эттириш, ишлаб чиқаришни техник ва технологик янгилаш, шунингдек, транспорт, муҳандислик, коммуникация ва ижтимоий инфратузилмаларни ривожлантириш жараёнларини янада чуқурлаштиришга қаратилган фаол инвестиция сиёсати олиб борилмоқда.

Бу маблағлар, аввало, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш, техник ва технологик янгилашни амалга ошираётган корхоналарнинг ўз маблағларини кўпайтириши, солиқ юкини янада камайтириш, тижорат банкларининг ресурс базасини мустаҳкамлаш ва аҳолининг тадбиркорлик фаолиятидан оладиган даромадларини ошириш ҳисобидан ҳосил бўлади.

Ўзбекистонда инвестиция сиёсатининг мақсади хўжалик субъектларининг манфаатдорлигини ошириш, молиялаштириш

манбалари тузилмасини такомиллаштириш ва хорижий шериклар билан ҳамкорликда қўшма корхоналар ташкил қилиш асосида мамлакатнинг инвестиция салоҳиятини оширишдан иборат. Оқилона инвестиция сиёсати, биринчи навбатда, инвестиция жараёнларини давлат томонидан тартибга солиш ва қўллаб-қувватлашнинг самарали тизимини шакллантириш орқали барқарор иқтисодий ўсишни таъминлашга хизмат қилиши лозим. Инвестиция сиёсати миллий ва хорижий инвесторларнинг хўжалик фаолиятини юритишлари учун қулай шарт-шароитлар яратиши керак.

Мамлакатимиз мустақилликка эришганидан буён қулай инвестицион муҳитни яратиш давлатимиз иқтисодий сиёсатининг устувор йўналишларидан бири бўлиб келмоқда.

Инвестиция муҳитининг муҳим таркибий қисми давлатнинг қонунчилик базасидир. Ўзбекистонда ҳам инвестиция соҳасида мустаҳкам қонунчилик базаси шаклланган бўлиб, у йилдан-йилга янада такомиллаштириб борилмоқда.

Хусусан, мамлакатимиз ҳудудларида инвестицияларни жалб этиш учун энг қулай инвестиция муҳитини шакллантириш ва янада яхшилаш, тўғридан-тўғри инвестицияларни жалб этишни рағбатлантириш, иқтисодиётнинг устувор соҳа ва тармоқларига инвестицияларни жалб қилиш, инвесторларнинг давлат сиёсатининг изчиллигига бўлган ишончини мустаҳкамлаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 1 августдаги «Ўзбекистон Республикасида инвестиция муҳитини тубдан яхшилаш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5495-сон, 2019 йил 10 январдаги «Иқтисодий ривожланиш соҳасида давлат сиёсатини амалга ошириш тизимини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5621-сон, 2019 йил 28 январдаги «Инвестиция ва ташқи савдо соҳасида бошқарув тизимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5643-сон ва 2019 йил 17 январдаги «2017–2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили»да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги ПФ-5635-сон Фармонлари мамлакатимизда инвестиция муҳитини яхшилаш ва иқтисодиётга инвестиция жойлаштириш ҳажмини оширишда ҳуқуқий асос бўлиб хизмат қилмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 10 январдаги «Иқтисодий ривожланиш соҳасида давлат сиёсатини амалга ошириш тизимини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5621-сон фармонига мувофиқ:

1. Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва саноат вазирлиги Ўзбекистон Республикаси инвестиция сиёсатининг стратегиясини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш бўйича ваколатли давлат органи этиб белгиланди.

2. Ўзбекистон Республикасини ривожлантириш давлат дастурлари ва инвестиция дастурлари Ўзбекистон Республикасининг ўрта муддатли инвестиция сиёсати стратегияси асосида ишлаб чиқилади;

Ўзбекистон Республикасининг ўрта муддатли инвестиция сиёсати стратегияси Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва саноат вазирлиги томонидан Ўзбекистон Республикасини 2030 йилгача ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш Концепцияси, ҳудудлар ва тармоқларни ривожлантириш концепциялари, шунингдек Ўзбекистон Республикаси Президенти ва Ўзбекистон Республикаси Ҳукумати томонидан тасдиқланган дастур ва қарорлар асосида шакллантирилади.

3. Инвестиция сиёсати стратегияси ижроси Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар бўйича давлат қўмитаси томонидан давлат ривожланиш дастурлари ва инвестиция дастурларини тайёрлаш ва ижросини таъминлаш орқали амалга оширилади;

– кичик саноат зоналари ҳудудида қиймати 7,0 млн. АҚШ долл. эквиваленти ҳисобидан юқори бўлган инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш бўйича маъмурий кенгашлар қарорлари Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва саноат вазирлиги билан келишилиши лозим.

4. Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва саноат вазирлигига қуйидаги мақсадлар учун шартнома асосида, жумладан хорижий консультантлар ва экспертларни, шунингдек техник кўмак ва грант маблағларини жалб қилишга рухсат этилади:

– инвестиция ва саноат сиёсати стратегияларини ишлаб чиқиш соҳасида илғор халқаро тажрибани ўрганиш ва татбиқ этиш;

– вазирлик ва унинг таркибий бўлинмалари ходимларини қайта тайёрлаш ва малакасини ошириш, шунингдек ижтимоий-

иқтисодий ва индустриал ривожлантиришнинг долзарб масалалари бўйича тадқиқотлар ўтказиш, инвестиция сиёсати стратегиясини ишлаб чиқиш;

– хорижий мамлакатларнинг тегишли вазирликлари ва идоралари билан самарали ва ўзаро манфаатли ҳамкорлик ўрнатиш.

5. а) кичик саноат зоналари иштирокчилари учун имтиёз ва преференцияларни уларни амалдаги иштирокчилар учун 2020 йил 1 январгача сақлаб қолган ҳолда бекор қилинади;

б) кичик саноат зоналари иштирокчиларига қуйидаги ҳуқуқлар берилади:

- ўз маблағлари ҳисобига қурилган бино ва иншоотларга (ёки уларнинг қисмларига) мулк ҳуқуқини ўрнатилган тартибда расмийлаштириш;
- инвестиция ва бошқа ижтимоий мажбуриятларни тўлиқ бажарган тақдирда, бироқ кичик саноат зонаси иштирокчиси мақомини олган давридан бошлаб камида 5 йил муддат ўтгандан кейин, ўзларига берилган бинолар ва иншоотларни (ёки уларнинг қисмларини) хусусийлаштириш;
- реконструкция қилиш ёки капитал таъмирлашни ўз маблағлари ҳисобидан амалга оширган тақдирда, бироқ кичик саноат зонаси иштирокчиси мақомини олган давридан бошлаб, камида 3 йил муддат ўтгандан кейин, бинолар ва иншоотларни (ёки уларнинг қисмларини) хусусийлаштириш;
- бино ва иншоотларни (ёки уларнинг қисмларини) реконструкция қилиш ёки капитал таъмирлаш учун кичик саноат зонаси иштирокчиси томонидан ажратилган маблағлар уларни хусусийлаштиришда ҳисобга олинади.

Шунингдек, мамлакатимизда инвестиция муҳитини яхшилаш бўйича қуйидаги чора-тадбирларни амалга ошириш лозим:

- жаҳоннинг илғор амалиётини инобатга олган ҳолда тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар стратегиясини қабул қилиш;
- хорижий инвестицияларни, энг аввало, тўғридан-тўғри инвестицияларни жалб қилишга тўсқинлик қилувчи омилларни аниқлаш чораларини кўриш;
- хорижий инвесторлар билан ишлашнинг институционал базасини янада такомиллаштириш;
- махсус иқтисодий зоналар фаолияти самарадорлигини ошириш;

- иқтисодиётда давлат иштирокини жиддий равишда камайтириш, «хуфёна» иқтисодиётга қарши курашиш ва унинг улушини кескин қисқартириш чораларини кўриш;
- миллий иқтисодиётнинг рақобатбардошлигини ошириш, саноат салоҳиятини мустаҳкамлаш ва ҳудудларни комплекс ривожлантириш мақсадида инвестицияларни жалб қилиш соҳалари ва тармоқларини аниқлаш.

Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш фаолияти самарадорлигини ошириш, хорижий инвесторларни мамлакатимиз имкониятлари ва салоҳияти тўғрисида хабардор қилиш, хорижий инвестицияларни жалб этиш ва ўзлаштириш соҳасида давлат ва хўжалик бошқаруви органлари, маҳаллий ижро ҳокимияти органлари фаолиятини мувофиқлаштиришни яхшилаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4300-сон қарори қабул қилинди.

Ўзбекистоннинг инвестиция сиёсати қуйидагиларга йўналтирилган бўлиши керак:

- республикада инвестицияга оид қонунчилик базасини доимий такомиллаштириб бориш;
- давлатнинг инвестиция сиёсатидаги номутаносибликка йўл қўймаслик;
- ишчи кучи нисбатан кўп бўлган ҳудудларга инвестицияларни кўпроқ жалб қилишга қулай шарт-шароит яратадиган инвестицион муҳитни шакллантириш;
- ижтимоий масалаларни ҳал этиш;
- ҳудудлардаги инфратузилмани ривожлантириш.

Шунингдек, инвестиция сиёсатини амалга оширишда ҳукумат қуйидаги асосий йўналишларга устуворликни бериши лозим:[1]

- республика иқтисодиётига бевосита капитал маблағларни кенг жалб қилишни таъминлайдиган ҳуқуқий, ижтимоий-иқтисодий ва бошқа шарт-шароитларни тобора такомиллаштириш;

[1] *Ш.И.Мустафақулов*. Инвестицион муҳит жозибадорлиги. Илмий-амалий қўлланма. – Т.: «Baqtriya press», 2017. 212-б.

- республикамизда жаҳон даражасидаги технологияни етказиб бераётган, иқтисодиётнинг замонавий таркибини вужудга келтиришга кўмаклашаётган хорижий сармоядорларга имтиёз ва преференциялар тақдим этиш тизимини такомиллаштириш;
- маблағларни рақобатбардош маҳсулотлар ишлаб чиқариш билан боғлиқ бўлган энг муҳим устувор йўналишларга йўналтириш;
- ташқи иқтисодий фаолиятда рақобат қила оладиган ва валюта тушумини таъминлайдиган етакчи тармоқларни қўллаб-қувватлаш;
- аҳоли бандлигини таъминлайдиган ва миллий даромадни оширишга қаратилган ишлаб чиқариш ва хизмат кўрсатиш соҳаларини ривожлантириш;
- энергия тежамкор ва атроф муҳитга кам зарар етказадиган юқори технологик, замонавий ускуналарни ўрнатиш;
- маҳаллий шароитларга мос келадиган илғор хорижий технологияларни татбиқ этиш, ўзимизда яратилаётган ихтиролларни рағбатлантириш ва билимлар иқтисодиётига маблағлар йўналтириш.

12.6. Инвестиция муҳити жозибадорлиги ва уни ошириш йўллари

Инвестицион жозибадорлик – бу муайян инвестор нуқтаи-назаридан у томонидан шакллантирилган мезонларга мувофиқ инвес-тициялаш объекти сифатида ҳудуднинг афзалликлари ва камчиликларининг умумий хусусиятидир. Инвестицион жозибадорлик тушунчаси «Инвестицион фаоллик» тушунчаси билан чамбарчас боғлиқ.

Инвестицон фаоллик – бу ҳудудга инвестицияларни жалб қилиш ҳажми ва суръати билан тавсифланадиган инвестицион фаолиятнинг ривожланиши ва жадаллиги. Инвестицон фаолликни жорий (яъни охирги ҳисобот даври учун) ва прогноз ҳолатини аниқлаш ўта муҳим вазифадир.

Ҳақиқий инвестицион фаоллик унинг инвестицион жозибадорлиги билан таққослаш орқали ушбу жозибадорликни амалга ошириш даражасини кўрсатади, яъни хўжалик юритувчи субъ-

ектлар ва давлат ҳокимияти органлари томонидан ҳудуднинг объектив мавжуд инвестицион салоҳиятидан реал фойдаланиш даражасини ифодалайди.

Инвестицион салоҳият – бу инвестициялаш объектлари мавжудлиги ва хилма-хиллигига қараб инвестициялар ва бизнесни истиқболда ривожлантириш учун мавжуд объектив шарт-шароитлар йиғиндиси кўринишидаги асосий макроиқтисодий кўрсаткичлар ва хусусиятларини ҳисобга оладиган миқдорий белгидир. Яъни, инвестицион салоҳият ҳудуднинг жорий даврдаги амалга оширилмаган потенциал имкониятларидан фойдаланиб иқтисодий ривожланиш ва ўсишга эришиш ҳисобланади.

Ҳудуднинг умумий инвестиция салоҳияти бир нечта хусусий интеграл потенциаллардан иборат: ресурс ва хомашё; меҳнат; ишлаб чиқариш; инновацион; институционал; инфратузилма ёки геосиёсий; молиявий ва истеъмолчи.

Инвестицион риск – бу инвестиция фаолиятини амалга ошириш учун салбий ижтимоий-сиёсий, қонуний, экологик ва бошқа шароитлар мавжудлиги сабабли (инвесторлар учун эса, инвестициялар ёки улардан келадиган даромадларнинг йўқотилиш эҳтимоли) ҳудуднинг инвестицион салоҳиятининг тўлиқ амалга оширилмаганлик эҳтимоли.

Бундай шароитларга қуйидагилар киради: ҳудуддаги ижтимоий-сиёсий вазият (хусусан, аҳолининг бозор иқтисодиёти шаклланиш жараёнларига муносабати), атроф-муҳит ҳолати ва бошқалар.

Шундай қилиб, маълум бир ҳудудга хос бўлган ва унда рискларни камайтиришга ҳисса қўшадиган омилларнинг йиғиндиси бу ҳудуднинг инвестицион муҳити ҳисобланади.

Инвестиция муҳити ўзаро боғлиқ жараёнларнинг кенг доираси ва маълум бир ҳудудда мавжуд бўлган инвестиция фаолияти учун турли объектив шароитларнинг йиғиндиси таъсири остида шаклланган муносабатлар тизими сифатида намоён бўлади. Инвестицияларни рағбатлантиришни белгиловчи шартлар сифатида қуйидагилар кўриб чиқилади: сиёсий, ижтимоий-психологик, меъёрий-ҳуқуқий, экологик, истеъмолчи ва институционал табиатининг инфратузилма омиллари.

Инвестиция муҳити капитални самарали жойлаштириш учун янги имкониятлар ва рағбатларни яратади. Бошқача айтганда, қулай инвестиция муҳити компаниялар даромадларини кўпайти-

риш ва харажатлар ҳамда рискларни пасайтиришни таъминлайди. Охир оқибат, ижобий инвестиция муҳити меҳнат унумдорлигини ошириш, инновацияларни жорий этиш, маҳсулот сифати ва рақобатбардошлигини ошириш, бандликни таъминлаш, барча даражадаги бюджетларга солиқ тушумларини кўпайтириш ва бошқа кўринишдаги ижтимоий самара яратади.

Инвестиция муҳити жозибадорлиги – бу аниқ инвестор нуқтаи назаридан алоҳида йўналиш ва объектларни инвестициялашдаги афзалликлар ва камчиликларини умумлаштириб, алоҳида объектларни инвестициялаш жозибадорлигини баҳолаш кўп омилларга боғлиқ ва индивидуал хусусий характерга эга.[1]

12.1-расм. **Ҳудуднинг инвестиция муҳити жозибадорлигини белгиловчи омиллари.[2]**

«Инвестиция муҳити жозибадорлиги» тушунчасининг мукаммаллиги унинг сиёсий, иқтисодий, ижтимоий ва бошқа характердаги омилларнинг ўзаро боғлиқлиги натижасида шаклланганлиги, натижада мамлакат ёки ҳудудда инвестиция фаолиятини амалга ошириш учун асосий шарт-шароитларни яратиш билан изоҳланади. 12.1-расмда кўрсатилганидек, инвестиция муҳити жозибадорлиги унинг икки таркибий қисми, яъни инвестиция муҳити ва инвестиция салоҳиятининг ўзаро таъсири билан белгиланади.

Шуни таъкидлаш лозимки, ҳудуднинг инвестицион жозибадорлигини ташкил этувчи омиллар сони назарий жиҳатдан чекланмаган. Бироқ, инвестиция муҳити кўрсаткичларига фақат инвестиция билан боғлиқ омиллар киритилган, яъни ушбу кўрсаткичлар ҳудудларда инвестицион фаолликни шаклланишига сезиларли таъсир кўрсатади.

---

[1] *И.А.Бланк*. Основы инвестиционного менеджмента. В 2 т. – СПб.: «Никацент», 2001.

[2] Муаллифлар томонидан тузилган.

Макроиқтисодий барқарорликни тавсифловчи омиллар ҳамда микроиқтисодий, товар хомашё, меҳнат ва молия бозорлари фаолияти билан боғлиқ омиллар билан ўзаро боғлиқдир. Бизнес юритиш ва инвестицияларни жалб қилишнинг муҳим шарти макроиқтисодий барқарорлик ҳисобланади, шунинг учун макроиқтисодий омиллар стратегик инвесторларнинг инвестиция киритиши учун ҳудудларни танлашда муҳим роль ўйнайди.

Асосий макроиқтисодий омиллар қуйидагиларни ўз ичига олади:

– бюджет дефицити (профицити) ҳажми;
– инфляция даражаси;
– давлат қарзи ҳажми;
– миллий валюта курси динамикаси.

Маълум бир ҳудуддаги корхоналар томонидан технологик янгиланишлар ва инновацияларни амалга ошириш билан боғлиқ омиллар ҳудуднинг илмий-техник салоҳиятини акс эттиради, яъни мамлакатда илмий-тадқиқот ва тажриба-конструкторлик ишланмалар ва уларнинг ишлаб чиқариш жараёнига қандай киритилаётганлигини кўрсатади.

Ижтимоий омиллар биринчи навбатда, соғлиқни сақлаш соҳасининг самарадорлиги, таълим ва ўқитиш тизимининг сифати, аҳолининг демографик ҳолати билан боғлиқ.

Бизнес-муҳит фаолиятининг самарадорлигини белгиловчи омиллар биринчи навбатда, етказиб бериш занжирининг мавжудлиги ва сифати, корпоратив стратегияларни такомиллаштириш ва пудратчилар мавжудлиги билан боғлиқ.

Институционал муҳит самарадорлигини белгиловчи омиллар инвесторлар учун иқтисодиётнинг жозибадорлигига кучли таъсир кўрсатади.

Инфратузилма омиллари йўллар ва транспорт узелларининг сифати, электр станцияларининг қуввати, алоқа сифати, инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш учун тайёр инфратузилмаси бўлган инвестиция майдонларининг мавжудлиги ва сифати билан белгиланади.

Инвестиция рискининг таъсир қилиш даражасини белгилайдиган омиллар, асосан, хорижий инвесторларга нисбатан ҳуқуқий муҳит сифати билан боғлиқ. Ҳозирги вақтда жаҳон тажрибасида мамлакатларнинг инвестиция муҳити жозибадорлиги қатор муҳим

омиллар уйғунлигида тавсифланувчи инвестицион салоҳият ва инвестицион риск орқали аниқланади.

Жаҳон иқтисодиётининг глобаллашуви инвестицияларга бўлган талаб ва таклиф ўртасидаги номутаносиблик, инвестициялар оқимининг тараққий этган мамлакатлардан ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётига ўтиш йўналиши тенденциялари ҳукм сурмоқда. Натижада, ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётида тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар улуши кескин ошиб бормоқда. Бундай ҳолат ўз навбатида, ривожланаётган мамлакатлар учун инвестиция муҳити жозибадорлигини ва инвестиция фаолияти самарадорлигини ошириш билан боғлиқ кўплаб муаммоларни ҳал этиш, шунингдек, инвестиция фаолиятини молиявий бошқаришни такомиллаштириш заруриятини белгилаб берувчи асосий омиллардан бири ҳисобланади.

Мустақиллик йилларида республикамиз иқтисодиётини тубдан ўзгартириш, шу билан бир қаторда, барқарор ҳамда юқори иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлашнинг асосий шарти бу инвестиция фаолиятини жадаллаштириш, инвестиция фаолиятини кафолатлаш, мазкур жараёнларнинг самарадорлигини таъминлаш мақсадида давлатнинг бош ислоҳотчилиги асосида тартибга солиш, шу нуқтаи назардан, мамлакатимизда ва унинг ҳудудларида йиллик инвестиция дастурларини ишлаб чиқиш ва уни ҳаётга изчил татбиқ этиш чора-тадбирлари амалга оширилди. Миллий иқтисодиётимизга хорижий инвестицияларнинг эркин кириб келиши ва инфратузилманинг халқаро талаблар асосида шаклланишини таъминлаш мақсадида институционал ўзгаришлар, яъни меъёрий ҳужжатлар, стандарт ва талаблар ишлаб чиқилди, бошқарув тузилмалари такомиллаштирилди.

Мамлакатимизда ҳам йирик инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш, юқори технологияларга асосланган ишлаб чиқариш объектларини барпо этиш мақсадида иқтисодиётни жадал ривожлантириш ва хорижий инвестицияларни жалб этиш бўйича кенг кўламли ишлар амалга оширилмоқда. Шу билан бирга, мазкур соҳадаги фаолият самарадорлиги, аввало, мавжуд ресурслардан етарли даражада самарали фойдаланмаслик, инвестиция дастурларига киритилган лойиҳаларнинг иқтисодий жиҳатдан мақсадга мувофиқлиги ва рентабеллиги масалалари каби муаммолар ҳам

мавжуд. Ушбу муаммолар мамлакатнинг инвестиция муҳити жозибадорлигига салбий таъсир кўрсатиб келмоқда.

Таъкидлаш жоизки, инвестиция муҳити жозибадорлиги инвесторлар учун фойдалилик даражасини белгилайди. Корхонага инвестиция жалб этиш ва кредитлаш бўйича қарор қабул қилишда молиявий барқарорлик, кредитга лаёқатлилик ва рақобатбардошлик назарда тутилади.

Қуйидагилар инвестиция муҳити жозибадорлигини оширишнинг муҳим йўналишлари ҳисобланади:

- рақобатбардош экспортга мўлжалланган маҳсулотларни ишлаб чиқариш мақсадида маҳаллий ва хорижий тадбиркорларга Ўзбекистоннинг устувор соҳа, тармоқ ва ҳудудларига инвестиция киритиш учун қулай инвестиция муҳити ва рағбатларни яратиш;
- мамлакатни ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришнинг устувор вазифаларини ҳал қилиш учун давлат молиявий воситалари, халқаро молия институтлари ва хорижий ҳукумат молия ташкилотларининг қарз ресурслари ва техник кўмаклашиш воситалари (грантлари)дан фойдаланиш самарадорлигини оширишга имкон берувчи марказлашган инвестицияларнинг бошқарув тизимини яратиш;
- Ўзбекистон Республикасининг халқаро нуфузини яхшилаш, мамлакатнинг иқтисодиёт тармоқлари ва ҳудудларини жадал ривожлантиришни таъминлаш, илғор технологияларни трансфер қилиш учун хорижий, шу жумладан тўғридан-тўғри инвестицияларни кенг жалб қилиш, ишбилармонлик ва инвестиция муҳитини босқичма-босқич такомиллаштириш;
- республиканинг иқтисодий манфаатларидан келиб чиққан ҳолда давлат органлари ва тадбиркорлик субъектларининг хорижий инвесторлар, савдо бўйича ҳамкорлар, хорижий ҳукумат ва халқаро ташкилотлар билан ўзаро самарали алоқаларини таъминлаш;
- оптимал божхона-тариф сиёсатини амалга ошириш, Жаҳон савдо ташкилотига интеграциялаш, бошқа кўп томонлама савдо-иқтисодий тизимлар билан ҳамкорлик қилиш;
- экспорт қилувчиларни ҳар томонлама қўллаб-қувватлаш, савдо, шу жумладан ташқи савдо инфратузилмасини, элек-

трон тижорат тизимини босқичма-босқич ривожлантириш, мазкур соҳадаги қонун ҳужжатларини такомиллаштириш;

- маҳаллий товарлар ва хизматларнинг ташқи бозорларга чиқиши учун қулай шарт-шароитларни яратиш, самарали транспорт йўлакларини шакллантириш, етказиб бериш географиясини диверсификация қилиш мақсадида замонавий логистика тармоқларини ривожлантириш;
- ташқи бозорларда маҳаллий товарларнинг рақобатбардошлигини ошириш учун маҳсулотни сифат жиҳатдан бошқаришнинг замонавий тизимларини кенг жорий қилишни ҳамда уларнинг халқаро стандартлар ва техник регламентлар талабларига мувофиқлигини таъминлаш, инвестиция сиёсатини фаоллаштиришни таъминловчи илғор ахборот-коммуникация технологияларини жорий қилиш.

12.7. Инвестиция муҳити жозибадорлигини баҳолаш

Дунё мамлакатларининг инвестиция муҳити жозибадорлигини қиёсий баҳолаш тарихи 30 йилдан ортиқ вақтни ташкил этади. Ушбу соҳада биринчилардан бўлиб 1969 йилда Гарвард бизнес мактаби ходимлари томонидан тадқиқот ўтказилган. Мамлакатлараро таққослаш ҳар бир мамлакатнинг қуйидаги хусусиятларини ўз ичига олган эксперт баҳосига асосланган: хорижий ва миллий инвесторлар учун қонунчилик шартлари; сармоя келиш имкониятлари; миллий валютанинг барқарорлиги; сиёсий вазият; инфляция даражаси; миллий капиталдан фойдаланиш имкониятлари. Кўрсаткичларнинг ушбу тизими сармоядорлар эътиборини ҳисобга олган барча шароитларни тўлиқ акс эттириш учун етарлича батафсил маълумотга эга бўлмаган.

Кейинчалик мутахассислар томонидан турли мамлакатларнинг инвестиция муҳити жозибадорлигини қиёсий баҳолаш усуллари баҳолаш параметрлар тизимини кенгайтириш ва мукаммаллаштириш ҳамда миқдорий (статистик) кўрсаткичларни киритиш орқали такомиллаштирилди. Кўпинча қуйидаги параметр ва кўрсаткичлардан фойдаланилди: иқтисодий тизим тури; макроиқтисодий кўрсаткичлар (ЯММ ҳажми, иқтисодиёт тузилмаси ва бошқалар);

табиий ресурслар билан таъминланганлик; инфратузилма ҳолати; ташқи савдони ривожлантириш шарт-шароитлари; давлатнинг иқтисодиётдаги иштироки.[1]

Ҳозирги кунда Жаҳон амалиётида мамлакатнинг инвестиция муҳити жозибадорлигини баҳолаш борасида турли ёндашувлар мавжуд. Аксарият иқтисодчилар инвестиция муҳити жозибадорлигининг мазмунини бир хил изоҳлайдилар, аммо мамлакат инвестиция муҳити жозибадорлигини баҳолашга нисбатан олимларнинг ёндашувлари унинг тузилиши ва усулларини аниқлашда бир биридан кескин фарқ қилади. Мамлакатларнинг инвестиция муҳити жозибадорлигининг рейтингини аниқлашда омилли ёндашув энг кенг тарқалган.

Хусусан, қуйидаги компания ва агентликлар томонидан мамлакатлар инвестиция муҳити жозибадорлиги баҳоланади:

- Глобал рақобатбардошлик индекси (World Economic Forum's Global Competitiveness Index);
- A.T. Kearney компаниясининг тўғридан-тўғри хорижий инвесторларнинг ишонч индекси (A.T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index);
- UNCTADнинг тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар учун мамлакат салоҳияти индекси (UNCTAD Foreign Direct Investment Potential Index);
- «Катта учлик» қаторига кирувчи «Стандарт ва Поорс» («Standard & Poors»), «Мудис» (Moody's) ва «Фитч рейтинг» (Fitch Ratings) халқарор рейтинг агентликлари рейтинглари;
- Жаҳон банки гуруҳининг мамлакатда бизнес юритиш қулайлиги Doing Business индекси;
- Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар даражаси бўйича дунё мамлакатлари рейтинги;
- БЕРИ индекси;
- Euromoney, Fortune ва The Economist каби етакчи иқтисодий журналлар томонидан даврий нашр қилинадиган мамлакатлар инвестиция жозибадорлигининг комплекс рейтинглари.

[1] *А.А.Бакиева.* Анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности российских регионов // Научно-технический вестник Санкт-Петербургского государственного университета информационных технологий, механики и оптики. 2006. № 24. 289–291-б.

Юқоридаги баҳолаш индекслари ва рейтингларининг айримлари бўйича батафсил тўхталиб ўтамиз.

Глобал рақобатбардошлик индекси. Швецарияда жойлашган нодавлат «Халқаро иқтисодий форум», айрим манбаларда «Жаҳон иқтисодий форуми» деб юритилади. Ушбу форум доирасида бир йилда бир марта конференция кўринишида учрашув ташкил этилади.

Тадқиқот 2004 йилдан буён олиб борилади ва ҳозирги кунда дунёнинг турли мамлакатлари учун рақобатбардошлик кўрсаткичларининг энг тўлиқ тўпламини ўз ичига олади.

Глобал рақобатбардошлик индексида мамлакатлар 113 та кўрсаткичлар бўйича қуйидаги 12 та йўналишда баҳоланади:

1) Институтларнинг сифати;
2) Инфратузилма;
3) Макроиқтисодий барқарорлик;
4) Соғлиқни сақлаш ва бошланғич таълим;
5) Олий таълим ва профессионал тайёрлаш тизими;
6) Товар ва хизматлар бозори самарадорлиги;
7) Меҳнат бозорининг самарадорлиги;
8) Молия бозорининг ривожланганлиги;
9) Технологик ривожланиш даражаси;
10) Ички бозорнинг ҳажми;
11) Компанияларнинг рақобатбардошлиги;
12) Инновацион салоҳият.

12.1-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2014–2017 йилларда энг юқори рейтингга эга бўлган давлатлар биринчи учталигида деярли ўзгариш бўлмаган ҳолда, Швейцария, Сингапур ва АҚШ банд этиб келган бўлса, 2018–2019 йилларда ушбу учталик рейтингда кескин ўзгариш бўлиб, мос равишда Сингапур, АҚШ ва Гонконг давлатлари эгаллаган. Марказий Осиё давлатларидан Қозоғистоннинг 2014–2019 йилларда глобал рақобатбардошлик индекси бўйича энг юқори рейтинги 2015–2016 йилларда қайд этилган ҳолда 42 ўринга кўтарилган. Шунингдек, Қирғизистон ушбу рейтинг бўйича таҳлил қилинаётган даврда энг яхши натижага 2019 йилда эришган ҳолда 111 ўриндан 96 ўринга кўтарилган. Тожикистон эса, аксинча 2018 йилдаги 102 ўриндан 2 поғона пастлаб 2019 йилда 104 ўринга тушиб қолди.

БЕРИ индекси. BERI (Германия) фирмаси томонидан ҳар қандай мамлакат, ҳудуд ёки тумандаги иқтисодий ва сиёсий ва-

12.1-жадвал

ГЛОБАЛ РАҚОБАТБАРДОШЛИК ИНДЕКСИ БЎЙИЧА ДАВЛАТЛАР РЕЙТИНГИ[1]

Давлатлар	Йиллар									
	2014–2015		2015–2016		2016–2017		2018		2019	
	Рейтинг	Баҳо	Рейтинг	Баҳо	Рейтинг	Баҳо	Рейтинг	Баҳо	Рейтинг	Баҳо
АҚШ	3	5.5	3	5.61	3	5.7	1	85.6	2	83,7
Сингапур	2	5.6	2	5.68	2	5.7	2	83.5	1	84,8
Германия	5	5.5	4	5.53	5	5.6	3	82.8	7	81,8
Швейцария	1	5.7	1	5.76	1	5.8	4	82.6	5	82,3
Япония	6	5.5	6	5.47	8	5.5	5	82.5	6	82,3
Нидерландия	8	5.5	5	5.5	4	5.6	6	82.4	4	82,4
Гонконг	7	5.5	7	5.46	9	5.5	7	82.3	3	83,1
Буюк Британия	9	5.4	10	5.43	7	5.5	8	82	9	81,2
Швеция	10	5.4	9	5.43	6	5.5	9	81.7	8	81,2
Дания	13	5.3	12	5.33	12	5.3	10	80.6	10	81,2
Хитой	28	4.9	28	4.89	28	5.0	28	72.6	28	73,9
Россия	53	4.4	45	4.44	43	4.5	43	65.6	43	66,7
Қозоғистон	50	4.4	42	4.48	53	4.4	59	61.8	55	62,9
Қирғизистон	108	3.7	102	3.83	111	3.7	97	53	96	54,0
Тожикистон	91	3.9	80	4.03	77	4.1	102	52.2	104	52,4

зиятни таҳлил қилиш учун БЕРИ индекси ишлаб чиқилди. Ушбу индекс 100 га яқин экспертларнинг эксперт баҳолари асосида мамлакатдаги инвестиция муҳитини турлича салмоққа эга бўлган 15 та баҳолаш мезонлари бўйича ҳисоблаб чиқади (12.2-жадвал). Тўпланган юқори балл «барқарор мамлакат»ни англатади. Мамлакат тўплаган балл қанчалик юқори бўлса, инвестициялашдан олиниши мўлжалланган фойда ҳам шунча юқори бўлиши зарур, акс ҳолда инвестициялаш асоссиз ҳисобланади.

Doing Business индекси. Doing Business индекси – Жаҳон банки томонидан йиллик маълумотлар асосида тузилган дунё мамлакатлари ўртасидаги тадбиркорликнинг соддалигини таққослаш индексидир. Индекснинг энг юқори рейтинглари бизнесни тартибга солишнинг қулайлиги ва сифати, шунингдек мулк ҳуқуқларини ҳимоя қилиш сифатини кўрсатади.

[1] The Global Competitiveness Report 2018 маълумотлари асосида тузилди.

12.2 - ж а д в а л

БЕРИ ИНДЕКСИ

№	Мезонлар	Салмоғи %
1.	*Сиёсий барқарорлик:* кутилмаган ҳукумат тўнтаришлари имкониятлари ва уларнинг тадбиркорлик фаоллигига таъсирини баҳолайди	12
2.	*Хорижий инвестициялар ва фойдага муносабат:* хусусий тадбиркорларга тегишли ижтимоий эҳтиёжларга бўлган харажатлар ҳажми	6
3.	*Миллийлаштириш:* беғараз экспроприация имкониятларидан то маҳаллий ҳокимиятларга имтиёзлар беришгача	6
4.	*Девальвация:* девальвация таъсири, ҳамда корхона фаолиятига девальвациянинг таъсирини юмшатувчи чораларнинг ҳаётийлиги	6
5.	*Тўлов баланси:* ҳисоблар баланси ва умумий балансга, ҳамда хорижий инвесторларнинг даромадларига таъсир этувчи омиллар	6
6.	*Расмиятчилик масалалари:* давлатнинг иқтисодиётга аралашуви даражаси, божхона расмиятчиликларини амалга оширилиши, валюта ўтказишлари ва бошқа шундай операциялар	4
7.	*Иқтисодий ўсиш суръатлари:* йиллик ялпи маҳсулот ишлаб чиқариш суръатларининг ўсиши 3%, 3-6%, 6-10% ва 10%дан юқори чегараларда	10
8.	*Валютанинг конвертирлангани:* миллий валютанинг хорижий валютага алмаштириш имконияти, ҳамда миллий валютанинг (корхоналарга зарур бўлган даражада) валюталар бозоридаги ўрни	10
9.	*Шарномани амалга ошириш имконияти:* шартномага амал қилиш имконияти, ҳамда тил ва урф-одатлардаги фарқ натижасида қийинчиликларнинг юзага келиши	6
10.	*Иш ҳақи ва меҳнат унумдорлигига харажатлар:* иш ҳақи даражаси, меҳнат унумдорлиги, ишга қабул қилиш тартиби	8
11.	*Экспертлар ва маркетинг хизматларидан фойдаланиш имконияти:* корхоналарга юридик, бухгалтерия, маркетинг бўйича маслаҳатлар бериш, технология ва қурилиш ишларини амалга ошириш соҳаларида маслаҳатлар бериш имконияти	2
12.	*Алоқа ва транспортни ташкил этиш:* фаолият кўрсатаётган корхоналар ва уларнинг филиаллари орасидаги транспорт йўллари ва алоқа тизимини (мамлакат ичидагини ҳам) ташкил этиш ва фойдаланиш имконияти. Транспорт инфратузилмасини баҳолаш	4

№	Мезонлар	Салмоғи %
13.	*Маҳаллий бошқарув ва ҳамкор:* бошқарувнинг турли масалаларини ечишда ўз капитали билан қатнашиш ва ҳамкорликда фаолият юритиши мумкин бўлган маҳаллий ҳамкорларнинг сони ва имкониятлари	4
14.	*Қисқа муддатли кредит:* хорижий ҳамкорларга қисқа муддатли кредитлар бериш ва улардан фойдаланиш имконияти	8
15.	*Узоқ муддатли кредит ва шахсий капитал:* ҳамкорлар томонидан низом капиталига ўз улушларини қўшиш шартлари ва миллий валютада узоқ муддатли кредит бериш шартлари	8

Doing Businessнинг умумий индекси қуйидаги ўнта ички кўрсаткичларга асосланади:

- *бизнесни бошлаш* – корхона ташкил этиш учун процедуралар, вақт, харажатлар ва минимал капитал;
- *қурилиш учун рухсатномалар билан ишлаш* – омборни қуриш учун процедуралар, вақт ва харажатлар;
- *электр таъминоти* – электр энергиясини олиш учун процедуралар, вақт ва харажатлар;
- *мулкни рўйхатга олиш* – тижорат кўчмас мулкни рўйхатдан ўтказиш тартиби, вақти ва харажатлари;
- *кредит олиш* – қонуний ҳуқуқларнинг мустаҳкамлиги, кредит тўғрисидаги маълумотнинг тўлиқлиги;
- *инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш* – молиявий кўрсаткичларнинг очиқлиги, бошқарув масъулияти ва инвесторларнинг даволарини кўриб чиқиш осонлиги;
- *солиқларни тўлаш* – солиқларнинг миқдори, солиқ ҳисоботларини тайёрлаш вақти, фойдадан олинадиган жами солиқ;
- *халқаро савдо* – экспорт ва импорт учун зарур ҳужжатлар сони, харажатлар ва вақт;
- *шартномаларни кафолатлаш* – қарзни тўлаш тартиби, вақти ва харажатлари;
- *корхоналарни ёпилиши* – тўловга ноқобил корхонани ёпиш учун тўловга бўлган фоизлар, вақт ва қўшимча харажатлар.

Doing Business индексининг биринчи рейтинги 2005 йилда эълон қилинган. 2007 йилдан 2016 йилгача Сингапур рейтингни муттасил бошқариб турди, 2017 йилдан бошлаб Янги Зеландия ўз пешқадамлигини намоён этмоқда (12.3-жадвал).

12.3-жадвал

DOING BUSINESS ИНДЕКСИ БЎЙИЧА ДУНЁ ДАВЛАТЛАРИ РЕЙТИНГИ[1]

Давлатлар	Баҳоси	Йиллар									
		2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Янги Зеландия	86.59	1	1	1	2	2	3	3	3	3	2
Сингапур	85.24	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1
Дания	84.64	3	3	3	3	4	5	5	5	6	6
Гонконг	84.22	4	5	4	5	3	2	2	2	2	3
Корея Республ.	84.14	5	4	5	4	5	7	8	8	16	19
Грузия83.28	6	9	16	24	15	8	9	16	12	11	
Норвегия	82.95	7	8	6	9	6	9	6	6	8	10
АҚШ	82.75	8	6	8	7	7	4	4	4	5	4
Буюк Британия	82.65	9	7	7	6	8	10	7	7	4	5
Жан. Македония	81.55	10	11	10	12	30	25	23	22	38	32
Хитой	73.64	46	78	78	84	90	96	91	91	79	89
Россия	77.37	31	35	40	51	62	92	112	120	123	120
Қозоғистон	77.89	28	36	35	41	77	50	49	47	59	63
Ўзбекистон	67.40	76	74	87	87	141	146	154	166	150	150
Қирғизистон	68.33	70	77	75	67	102	68	70	70	44	41
Тожикистон	56.98	128	123	128	132	166	143	141	147	139	152

Ўзбекистон Республикасида 2016 йилдан бошлаб иқтисодий ислоҳотларнинг янги босқичига ўтишда кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни ривожлантириш бўйича қатор меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларнинг қабул қилиниши, уларнинг фаолияти учун енгиллик, қулайлик ва имтиёзларнинг яратилиши натижасида мамлакатимиз Doing Business индекси бўйича 2015 йил 141 ўриндан 2016 йилда 54 поғона юқорилаб 87 ўринга, 2018 йилда эса 74 ўринга кўтарилди (12.3-жадвал).

Таҳлилларидан кўриниб турибдики, Ўзбекистон Республикаси Халқаро индекс ва рейтингларда ҳозирча ўз ўрнини топгани йўқ. Шу сабабли, мамлакатимизда амалга оширилаётган ислоҳотларни баҳолашнинг яхлит ва мустақил тизимини шакллантириш, шунингдек, республиканинг халқаро индекслар ва рейтинглардаги ўрнини яхшилашни таъминлаш мақсадида, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 25 февралда

[1] https://doingbusiness.org – сайт маълумотлари асосида тузилди.

«Ўзбекистон Республикасининг халқаро рейтинглар ва индекслардаги ўрнини яхшилаш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4210-сон қарори қабул қилинди. Мазкур қарорга мувофиқ:

1. Ўзбекистон Республикасининг халқаро рейтинглардаги ўрнини мониторинг қилиш ва баҳолаш миллий тизими яратилди.

Бошқарув сифати ва сиёсатнинг самарадорлигини ўлчаш, мамлакатда юз бераётган ўзгаришлар жараёнини баҳолаш, тадқиқотлар натижаларидан келиб чиққан ҳолда ислоҳотларнинг устувор йўналишларини ишлаб чиқишга ёрдам берувчи устувор халқаро рейтингларнинг мезонлари ва индикаторлари Миллий мониторинг тизимининг таркибий қисми этиб белгиланди.

2. Миллий мониторинг тизими фаолиятини ташкил этишнинг дастлабки босқичи сифатида республикадаги тадқиқот институтларига алоҳида халқаро рейтинглар бириктирилди ва уларга қуйидаги вазифалар юклатилди:

- халқаро рейтингларнинг методологик ва бошқа таркибий қисмларини аниқлаш, уларни амалдаги қонунчиликка имплементация қилиш, Ўзбекистон Республикасининг халқаро рейтинглардаги паст кўрсаткичларига сабаб бўлаётган асосий омилларни аниқлаш;
- ўзини ўзи баҳолаш учун устувор халқаро рейтингларнинг мезонлари ва индикаторлари асосида миллий индексларни ишлаб чиқиш;
- лойиҳалар ва амалдаги норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни мамлакатимизнинг халқаро рейтинглардаги ўрнини юксалтиришга тўсқинлик қилаётган нормаларни аниқлаш нуқтаи назаридан эксперт таҳлил қилиш ҳамда таҳлил натижаларига кўра тегишли тавсиялар ишлаб чиқиш;
- Ўзбекистон Республикасининг тегишли рейтинглардаги ривожланиш жараёни тўғрисидаги ахборотларни, шунингдек, баҳоланаётган йўналишлар бўйича тавсиялар ва хорижий давлатларнинг илғор тажрибасини ўз ичига олган ахборотлар маълумот базасини яратиш;
- Ўзбекистон Республикасининг устувор халқаро рейтинглардаги ўрнини яхшилашга тўсқинлик қилаётган мавжуд ҳақиқий муаммоларнинг тизимли таҳлилини олиб бориш, уларни ҳал этиш бўйича таклифлар ишлаб чиқиш;

- халқаро ташкилотлар, рейтинг агентликлари ва илмий муассасаларнинг экспертлари билан ҳамкорлик ўрнатиш ва конструктив мулоқотни йўлга қўйиш;
- тегишли тармоқлардаги муаммоларни аниқлаш ва аҳволни ўрганиш учун ижтимоий сўровлар ўтказиш, шунингдек, мамлакатда кенг кўламли ислоҳотларни амалга ошириш доирасида турли соҳаларда юз бераётган туб ўзгаришлар тўғрисида жамоатчилик ва халқаро рейтинг агентликларини хабардор қилиш.

Баҳолаш индекслари ва рейтингларидан ташқари алоҳида мамлакатларнинг инвестиция муҳити жозибадорлигини баҳолашнинг тадқиқотчилар ва олимларнинг усуллари ҳам мавжуд. Хусусан, кўпчилик олимлар инвестиция муҳити жозибадорлигини баҳолаш учун интеграл кўрсаткич (K) барча омиллар бўйича баҳонинг ўртача арифметик қиймати сифатида ҳисоблашади:

$$K = \frac{K_1 \cdot l_1 + K_2 \cdot l_2 + ... + K_n \cdot l_n}{\sum_{i=1}^{n} l_i}, \qquad (12.4)$$

Бу ерда: K_1, K_2, … K_n – хусусий кўрсаткичлар, яъни молиявий, иқтисодий, сиёсий; l_1, l_1, … l_n – хусусий кўрсаткичларнинг вазни.

Инвестиция муҳити жозибадорлигини баҳолашнинг таркибий кўрсаткичи инвестициялар учун маълум бир иқтисодий тизимнинг жозибадорлиги учун аниқ бир мезон бўлиб хизмат қилиши мумкин эмас. Одатда, инвестиция муҳити ҳолати ва динамикаси бевосита таъсир кўрсатадиган маълум омилларнинг ривожланиши тўғрисидаги маълумотлар билан тўлдирилади.[1]

Ўзбекистонлик иқтисодчи олим Ш. Мустафакулов инвестиция муҳити жозибадорлигини аниқлашни ягона формула орқали изоҳлайди:[2]

$$ИЖ_{kj} = X * ИЖ_{xj} + Y * ИЖ_{tj} \qquad (12.5)$$

Бу ерда: $ИЖ_{kj} - j$ мамлакатнинг комплекс инвестицион жозибадорлиги; $ИЖ_{xj} - j$ мамлакатнинг маълум бир (таҳлил қилинаётган) ҳуду-

[1] *С.Е.Сухинова.* Региональная специфика инвестиционного климата. – Волгоград: «ВолГУ», 2004.

[2] *Ш.И.Мустафакулов.* Инвестиция муҳити жозибадорлиги. Илмий-амалий қўлланма. – Т.: «Baqtriya press», 2017. 53-б.

динининг инвестицион жозибадорлиги; $ИЖ_{ij}$ – j мамлакатнинг маълум бир тармоғининг инвестицион жозибадорлиги; X, Y – ҳар бир инвестицион жозибадорлик кўрсаткичларининг солиштирма оғирлиги, вазни.

Мамлакатнинг ҳудудий ва тармоқ бўйича инвестицион жозибадорлик кўрсаткичларини баҳолаш учун қуйидагилар аниқланиши лозим: иқтисодий қайтим (инвестиция маблағлари йўналтирилган бизнесдан (объект) келадиган даромад); инвестиция риски (мамлакатнинг (ҳудуд ва тармоқ бўйича) турли хилдаги риск даражаси ҳисобланади).

$$ИЖ_{x(m)j} = ДД_{x(m)j} * (1 - РД_{x(m)j}). \qquad (12.6)$$

Бу ерда: $ИЖ_{x(m)j}$ – мамлакатнинг ҳудудий, тармоқ бўйича инвестицион жозибадорлиги; $ДД_{x(m)j}$ – ҳудудий, тармоқ бўйича инвестиция маблағлари йўналтирилган бизнес (объект)нинг даромадлилиги ёки иқтисодий қайтими; $РД_{x(m)j}$ – ҳудудий, тармоққа йўналтирилган инвестициянинг рисклилик кўрсаткичи.

Назорат учун саволлар

1. *Инвестиция сиёсати деганда нимани тушунасиз?*
2. *Давлатнинг ташқи инвестиция сиёсатига тушунча беринг.*
3. *Инвестиция сиёсатига қандай омиллар таъсир қилади?*
4. *Инвестиция сиёсатини ишлаб чиқиш босқичларини изоҳлаб беринг.*
5. *Жаҳон иқтисодиёти амалиётида инвестиция сиёсатининг нечта модели мавжуд?*
6. *Инвестиция муҳити нима ва уни баҳолашнинг қандай усуллари мавжуд?*
7. *Ўзбекистонда инвестиция сиёсатини бугунги ҳолатини тушунтириб беринг.*
8. *Мамлакат инвестиция муҳитини яхшилаш учун қандай чоратадбирларни амалга ошириш лозим?*
9. *Мамлакат инвестиция муҳити жозибадорлиги нима ва уни ошириш учун қандай тадбирларни амалга ошириш лозим?*
10. *Инвестиция муҳити жозибадорлигини баҳолашнинг қандай усулларини биласиз?*

13-БОБ

ИНВЕСТИЦИЯ ЛОЙИҲАСИ ВА УНИ МОЛИЯЛАШТИРИШ

13.1. Инвестиция лойиҳаси тушунчаси, унинг мақсади ва қатнашчилари

Лойиҳа лотинча сўздан олинган бўлиб, «олдинга қўймоқ» деган маънони билдиради.

Хорижий адабиётларда *лойиҳа* – талаб этилаётган натижа ва олинган маълумотлар асосида маълум вазифаларни бажариш учун қабул қилинган қарорни амалга ошириш усуллари.

Иқтисодий адабиётларда, *инвестиция лойиҳаси* – маълум мақсадга эришишни таъминлаш учун қандайдир ҳаракатлар комплексини амалга ошириш учун тузилган тадбир, фаолият, иш ҳисобланади.

Агар «лойиҳа» тушунчасига иқтисодий тизимнинг фаолияти нуқтаи назаридан қаралса, унинг шаклланиши бўйича учта жиҳатни аниқлаш мумкин. Биринчидан, келажакдаги ишнинг мақсади аниқланади: ишлаб чиқариш ҳажмини ошириш, сифатни яхшилаш, янги маҳсулотларни ишлаб чиқариш, харажатларни камайтириш ва бошқалар. Иккинчидан, мақсадга эришиш учун аниқ вазифалар белгиланади. Учинчидан, қўйилган вазифаларни бажариш йўллари аниқланади. Мақсад ва вазифаларни белгилашда натижа иқтисодий самара олишга қаратилиши керак. Ҳатто, янги ноёб технологияни жорий этиш ҳам технологик тажриба эмас, балки у корхонани янада ривожлантириш ва бозорда юқори ўринни эгаллаш учун хизмат қилиши шарт.

Умумий олганда «инвестиция лойиҳаси» тушунчаси белгиланган мақсадни амалга ошириш учун технологик жараёнларни, техник ва ташкилий ҳужжатлаштириш жараёнини, объектларни барпо этиш ва ишга тушириш жараёнини, моддий, молиявий, меҳнат ресурсларининг ҳаракатини, шунингдек тегишли бошқарув қарорлари ва тадбирларни ўзида мужассамлаштирувчи тизим сифатида қараш мумкин. Бу борада Ўзбекистон Республикасининг «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги Қону-

нида қуйидагича таъриф берилган, яъни ***инвестиция лойиҳаси*** – иқтисодий, ижтимоий ва бошқа фойда олиш учун инвестицияларни амалга оширишга ёхуд жалб этишга қаратилган, ўзаро боғлиқ бўлган тадбирлар мажмуидир.[1]

Инвестиция лойиҳаси ўз мақсади, йўналиши, амал қилиш соҳаси, муддати ва чегарасига эга бўлган алоҳида фаолият тури ҳисобланади. У ташкилий, ҳуқуқий, ижтимоий, экологик, иқтисодий жиҳатдан тўлиқ ва мукаммал ҳисоб-китобларга асосланган юридик ҳужжат ҳисобланади.

Юқоридагиларга асосланиб, инвестиция лойиҳасини қўшимча даромад олиш мақсадида инвестициялар иштирокидаги иқтисодий муаммоларни ҳал қилиш дастури сифатида қараш мумкин. Шунинг учун ҳар қандай лойиҳа тўртта жиҳат билан тавсифланади: муайян мақсадларга аниқ эътибор қаратиш, кўлами, бошланиши ва тугаши ўртасидаги вақт, чекланган молиявий ва бошқа манбалар. Лойиҳага сармоя киритиш ва инвестициялардан даромад олишни бошлаш ўртасидаги вақт оралиғи вақт фазаси деб номланади.

Айрим адабиётларда, лойиҳа деганда физик объектлар, технологик жараёнлар, улар учун техник ва ташкилий ҳужжатларни, моддий, молиявий, меҳнат ва бошқа манбаларни, шунингдек, бошқарув қарорлари ва уларни бажариш чораларини амалга ошириш учун яратилган ёки модернизация қилинган мақсадлар тизими тушунилади.[2]

Бошқа адабиётларда эса, инвестиция лойиҳаси – бу мақсадларга эришиш (маълум натижаларга эришиш)ни таъминлайдиган ҳар қандай ҳаракатлар мажмуасини амалга оширишни ўз ичига оладиган бизнес, фаолият, тадбир, яъни ҳужжатлар ва фаолият, сифатида талқин этилади.[3]

Д.Э.Стариковнинг таъкидлашича, инвестиция лойиҳаси – инвестициялар ҳажми ва муддатларининг иқтисодий мақсадга мувофиқлигини асослаш, шу жумладан мамлакат қонунчилигига мувофиқ ишлаб чиқилган зарур лойиҳа-смета ҳужжатлари ва

---

[1] Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти»ги ЎРҚ-598-сон Қонуни.

[2] *В.Д.Шапиро*. Управление проектами. – СПб.: «ДваТри», 1996.

[3] Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. 2-е изд. – М.: «Экономика», 2000.

белгиланган тартибда тасдиқланган стандартлар (нормалар ва қоидалар), шунингдек инвестицияни амалга ошириш бўйича амалий ҳаракатларнинг тавсифи.[1]

Россиялик бошқа олимлар, инвестиция лойиҳасини инвестицияларни жалб қилишни талаб этадиган иқтисодий тадбир ёки тадбиркорлик лойиҳасини амалга ошириш учун режа (дастури) сифатида қарашади.[2]

Бундай ёндашув инвестициялаш даврига (йил, чорак, ой), шунингдек, қоида тариқасида инвестицияларнинг долзарблигига (қисқа муддатли ва узоқ муддатли) қаратилган.

Шундай қилиб, инвестиция лойиҳаси қуйидагиларни ўз ичига олади: амалга ошириш, давомийлик, пул оқимлари, унинг мақсадга мувофиқлиги ва ўзига хос хусусиятларга асосланиши.

«Инвестиция лойиҳаси» тушунчаси икки маънода фойдаланилади:

- маълум бир мақсадга эришишни таъминлайдиган ҳар қандай ҳаракатлар мажмуасини амалга оширишни ўз ичига олган фаолият, иш сифатида. Бундай ҳолда, «иқтисодий фаолият», «иш», «лойиҳа» атамалари бир-бирига яқин бўлади;
- ҳар қандай хатти-ҳаракатларни бажариш ёки бундай ҳаракатларнинг тавсифи учун зарур бўлган ташкилий-ҳуқуқий ва молиявий ҳужжатлар тизими сифатида.[3]

Ҳар қандай инвестиция лойиҳаси тўртта фазани ўз ичига олади.

Биринчи, ***преинвестицион*** *фаза* бўлиб, қуйидагиларни ўз ичига олади:

- инвестициялар концепциясини (бизнес ғоялар) излаш;
- лойиҳани олдиндан тайёрлаш;
- якуний ғояни шакллантириш ва унинг техник-иқтисодий ва молиявий ҳолатини баҳолаш;
- лойиҳани якуний кўриб чиқиш ва у бўйича қарор қабул қилиш.

---

[1] *Д.Э.Стариков.* Расчеты эффективности инвестиционных проектов. – М.: ЗАО «Финстатинформ», 2001. -С. 5.

[2] *П.Н.Завалин, А.В.Васильев, А.И.Коль.* Оценка экономической эффективности инвестиционных проектов (современные подходы). – СПб.: «Наука», 1995. 31-б.

[3] *М.И.Кныш, Б.А.Перекатов, Ю.П.Тютиков.* Стратегическое планирование инвестиционной деятельности. – СПб.: «Бизнес-пресса», 1998. 89-б.

Иккинчи фаза ***инвестицион*** бўлиб, қуйидагиларни ўз ичига олади:

– музокаралар олиб бориш ва шартномалар тузиш;
– муҳандис-техник лойиҳалаштириш;
– қурилиш;
– ишлаб чиқариш маркетинги;
– ўқитиш;
– фойдаланишга топшириш ва ишга тушириш.

Учинчи фаза ***операцион*** бўлиб, қуйидагиларни ўз ичига олади:

- кенгайтириш;
- инновация;
- алмаштириш;
- реабилитация.

Тўртинчи ***тугатиш*** *фазаси* бўлиб, қуйидагиларни ўз ичига олади:

- ишлаб чиқаришни тугатиш;
- ускуналарни демонтаж қилиш ва уларни йўқ қилиш;
- фойдаланилмаган активларни сотиш.

Ҳар бир фаза муайян молиявий ресурсларни талаб қилади. Ушбу ёндашув инвестицияларга эҳтиёжнинг тузилишини ва даврларини аниқлашга имкон беради.

Шундай қилиб, статистик маълумотларга кўра, преинвестицион фаза учун харажатлар 3%, режалаштириш – 5, лойиҳалаштириш – 20, қурилиш (фойдаланишга топшириш) – 60 ва якуний босқич учун – 12% ни ташкил этади.

Демак, инвестиция лойиҳаси деганда, ғоянинг техник-иқтисодий асосини, уни амалга ошириш йўллари ва чораларини, молиялаштиришнинг манбалари ва босқичлари, бошқарувнинг иқтисодий самараси ва давлат хавфсизлигига йўналтирилган расмийлаштирилган ҳужжат тушунилиши керак.

Лойиҳа барча материалларни тўлиқ ўрганишни ўз ичига олади: мавжуд технологиялар, усуллар, меъёрий-ҳуқуқий база, амалга оширилаётган ғоянинг ҳаётий фаолияти ва молиявий ресурсларга эҳтиёж.

Ғоянинг мураккаблиги ва амалга ошириш мақсади ва воситаларига қараб инвестиция лойиҳаларини қуйидагиларга бўлиш мумкин:

- аниқ (маҳсулот, хизмат, билим ва бошқалар);
- мавҳум (прогнозлар, режалар, усуллар ва бошқалар);
- жорий (технология, ҳужжатлар ва бошқалар);
- якуний (фойда, бозорни диверсификация қилиш, харажатларни камайтириш, ижтимоий муаммоларни ҳал қилиш ва бошқалар).

Инвестиция лойиҳаларини турли мезонларга кўра ҳам таснифлаш мумкин. Кўпинча лойиҳалар даражаси (кичик, ўрта ва мегалойиҳа), амалга ошириш муддати (қисқа, ўрта ва узоқ муддатли), чекланган манбалар (мультилойиҳа ва монолойиҳа), сифат талаблари, мақсади, иштирокчилар таркиби ва бошқалар бўйича ажратилади (13.1-расм).

Кичик лойиҳалар, одатда, оддий ва миқдори жиҳатдан чекланган бўлади. *Мегалойиҳалар* – бу умумий мақсад билан бирлаштирилган ўзаро боғлиқ лойиҳалар мажмуи. Бундай лойиҳалар узоқ муддатли амалга ошириш, катта миқдордаги молиявий харажатлар ва ишчи кучи талаб қилиши билан тавсифланади. Мураккаб лойиҳалар кўп куч, вақт ва харажатларни талаб қиладиган ностандарт вазифаларни ҳал қилишни ўз ичига олади. Баъзи лойиҳаларни амалга оширишда, бажарилиш сифатига алоҳида эътибор берилади, чунки нафақат маҳсулот сифати, балки

Инвестиция лойиҳалари

Даражасига кўра	Мақсадига кўра	Шаклига кўра	Амалга ошириш муддатига	Мураккаблигига кўра	Манбаларига кўра
Кичик лойиҳа	Ишлаб чиқариш	Инновацион	Қисқа муддатли	Аниқ	Мультилойиҳа
Ўрта лойиҳа	Илмий-техник	Илмий-тадқиқот	Ўрта муддатли	Мавҳум	Монолойиҳа
Мегалойиҳа	Тижорат	Таълим	Узоқ муддатли	Жорий	
	Молиявий	Аралаш		Якуний	
	Ижтимоий				
	Экологик				

13.1-расм. **Инвестиция лойиҳаларининг классификацияси.**[1]

[1] Муаллифлар томонидан тузилган.

объектнинг фаолият хавфсизлиги ҳам бунга боғлиқ бўлади. Бундай лойиҳаларнинг қиймати ва сифат талаблари жуда юқори.

Кўлами ва аниқ мақсадини акс эттирувчи турларига кўра, инвестиция лойиҳалари бир нечта гуруҳларга бўлинади (13.1-расм):

1. Ишлаб чиқариш инвестиция лойиҳалари.
2. Илмий-техник инвестиция лойиҳалари.
3. Тижорат инвестиция лойиҳалари.
4. Молиявий инвестиция лойиҳалари.
5. Ижтимоий-иқтисодий инвестиция лойиҳалари.
6. Экологик инвестиция лойиҳалари.

Ишлаб чиқариш инвестиция лойиҳалари иқтисодиётнинг турли тармоқлари, шу жумладан уй-жой, ижтимоий ва бошқа соҳалар учун асосий фондлар ва ишлаб чиқариш қувватларини янгилаш, кенгайтириш, модернизация қилиш ёки реконструкция қилишга инвестицияларни жалб қилишни ўз ичига олади.

Илмий-техник инвестиция лойиҳалари энг янги юқори самарали машиналар, ускуналар, технологиялар ва технологик жараёнлар, янги хусусиятларга эга янги юқори самарали маҳсулотларни ишлаб чиқиш ва яратишга қаратилади. Илмий-техник ва ишлаб чиқариш лойиҳаларини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш кўпинча ўзаро боғликдир.

Илмий-техник инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш турли хил маҳсулотларни ишлаб чиқариш ва хизматларни кўрсатиш, янги яратилган қийматни шакллантириш учун асос бўлган асосий воситаларнинг сифат жиҳатидан янгиланиши учун шароит яратади.

Тижорат инвестиция лойиҳаларининг мақсади инвестицияларни қандайдир маҳсулот, товар, хизматларни сотиб олиш, сотиш ва қайта сотишга жалб этиш натижасида фойда олишдир.

Тижорат инвестиция лойиҳаларининг даромади янги ташкил қилинган моддий ишлаб чиқариш соҳасини қайта тақсимлаш натижасидаги қиймати ҳисобланади. Агар олинган даромад, фойда ишлаб чиқариш ёки илмий-техник инвестиция лойиҳаларини молиявий қўллаб-қувватлаш манбаи бўлса, тижорат инвестиция лойиҳаларини амалга оширишнинг самараси капитални ташкил қилиши мумкин.

Молиявий инвестиция лойиҳалари қимматли қоғозлар портфелини шакллантириш ва уларни сотиш, қарз молиявий мажбу-

риятларини сотиб олиш ва сотиш, шунингдек қимматли қоғозларни чиқариш ва сотиш билан боғлиқ. Унинг уч варианти мавжуд.

Биринчи ҳолатда инвестор – қимматли қоғозларни сотиб олувчи ва эгаси – улардан дивидендлар олади ва молиявий капиталини оширади. Капиталнинг ўсиш манбаи ишлаб чиқариш инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш ҳисобланади.

Иккинчи ҳолатда инвестор – қарз мажбуриятларини сотиб олувчи ва сотувчи ҳам молиявий капиталини оширади. Шу билан бирга, миллий иқтисодиётда умумий капиталнинг ўсиши кузатилмайди.

Учинчи ҳолатда молиявий инвестиция лойиҳасини амалга ошириш ишлаб чиқариш инвестиция лойиҳасини амалга оширишнинг ажралмас қисми ҳисобланади. Қимматли қоғозларни чиқариш ва сотиш бўйича лойиҳани амалга оширувчи инвестор, ишлаб чиқариш инвестиция лойиҳасини молиявий қўллаб-қувватлаш масаласини ҳал қилади.

Экологик инвестиция лойиҳаларини амалга оширишнинг пировард натижаси табиатни муҳофаза қилиш объектлари қуриш ёки атмосферага зарарли чиқиндиларнинг камайтириш, фаолият кўрсатаётган ишлаб чиқариш корхоналари ва эксплуатация хизматларининг хусусиятига таъсир кўрсатиш ҳисобланади.

Ижтимоий-иқтисодий инвестиция лойиҳалари маълум бир ижтимоий фойдали мақсадга, шу жумладан мамлакат ва минтақалардаги соғлиқни сақлаш, таълим, маданият ҳолатини сифат жиҳатидан яхшилаш учун яратилади.

Аниқ хўжалик юритувчи субъектлар нуқтаи назаридан, инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш манбалари ўз (ички) ва ташқи маблағлардан иборат бўлади.

Инвестиция лойиҳаларини амалга оширувчи корхона ва ташкилотлар учун ўз маблағлари манбалари қуйидагилардан иборат:

- асосий воситаларнинг эскириши (уларни янгилаш);
- ишлаб чиқаришни ривожлантиришга йўналтирилган саноат-хўжалик фаолиятдан олинадиган фойда;
- суғурта компанияларидан табиий офатлар ва бахтсиз ҳодисалар натижасида етказилган зарарни қоплаш шаклида олинган суммалар;

- кераксиз асосий воситаларни сотишдан, ортиқча айланма маблағларни иммобилизация қилишдан тушган маблағлар;
- номоддий активларни реализация қилиш маблағлари (давлат қимматли қоғозлари, патентлар ва бошқалар).

Инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга жалб қилинган маблағлар:

- ► инвестор томонидан акциялар ва бошқа қимматли қоғозларни чиқариш ва сотиш натижасида олинган маблағлар;
- ► шериклик ва дивидендларни тақсимлашда иштирок этиш учун тегишли шартлар асосида инвестицион лойиҳада иштирок этган бошқа корхона ва ташкилотларнинг маблағлари;
- ► юқори турувчи холдинг компаниялари ва акциядорлик жамиятлари, саноат-молия гуруҳлари томонидан қайтармаслик асосида ажратиладиган маблағлар.

Ташқи молиялаштириш манбаларига қуйидагилар киради:

- ■ қайтариш шартлари асосида бериладиган бюджет ссудалари;
- ■ турли молиявий, пенсия жамғармалари ва бошқа институционал инвесторларнинг банк ва тижорат кредитлари;
- ■ маҳаллий бюджетлар ва турли хил тадбиркорлик фондларидан қайтармаслик асосида ажратиладиган маблағлар;
- ■ қўшма корхоналарнинг устав фондида молиявий ёки бошқа моддий ва номоддий иштирок кўринишидаги хорижий инвестициялар.

Лойиҳа иштирокчиларининг таркиби, уларнинг роли, функциялари ва мажбуриятларининг тақсимланиши лойиҳанинг ҳаётий циклининг тури, шакли, кўлами, мураккаблиги ва фазаларига боғлиқ. Лойиҳанинг ҳаётий цикли давомида амалга ошириш билан боғлиқ функциялар доимий бўлиб, иштирокчилар таркиби, уларнинг роли, вазифалари ва мажбуриятлари тақсимланиши ўзгариши мумкин. Лойиҳанинг асосий иштирокчилари:

1) ***ташаббускор*** – лойиҳанинг асосий ғояси, унинг дастлабки асосланиши ва уни амалга ошириш бўйича таклифларнинг муаллифи. Бу келажакдаги лойиҳанинг ҳар қандай иштирокчиси бўлиши мумкин, аммо одатда ташаббус мижоздан чиқади.

2) ***буюртмачи*** – лойиҳанинг асосий талаблари ва кўламини белгиловчи, лойиҳани молиялаштиришни таъминлайдиган, ижрочилар билан шартномалар тузадиган, барча иштирокчилар ўртасидаги ўзаро муносабатлар жараёнини бошқарадиган ва лойиҳа

учун жавобгар бўлган, лойиҳа натижаларининг келажакдаги эгаси ва фойдаланувчиси.

3) ***инвестор*** – лойиҳани амалга оширишдан олган фойдасини максимал даражада ошириш мақсадида лойиҳага маблағ киритадиган томон. Инвесторлар мижозлар билан шартнома муносабатларини ўрнатадилар ва лойиҳанинг шериклари ва мижозлар билан шартнома тузилгунга қадар ўз инвестициялари ҳисобига сотиб олинган мулк эгалари ҳисобланадилар;

4) ***лойиҳа менежери (лойиҳа раҳбари)*** – буюртмачи ва инвестор лойиҳани амалга ошириш билан боғлиқ фаолиятни бошқариш ваколатини берадиган юридик шахс. Функциялар ва ваколатлар таркиби мижоз билан тузилган шартномада белгиланади;

5) ***лойиҳа жамоаси (ишчи гуруҳ)*** – лойиҳани амалга ошириш даврида тузилган ва менежер томонидан бошқариладиган ташкилий тузилма. Унинг вазифаси – мақсадларга самарали эришгунга қадар лойиҳани бошқариш функцияларини бажаришдир;

6) ***пудратчи*** – буюртмачи билан муносабатларни ўрнатадиган ва шартнома бўйича ишлар ва хизматларнинг бажарилиши учун жавобгарликни ўз зиммасига олган лойиҳанинг иштирокчиси. Пудратчининг функциялари мижоз билан шартнома тузиш, субпудратчилар билан шартномалар тузиш, уларнинг ишларини мувофиқлаштириш, ҳамкасбларининг ишини қабул қилиш ва ҳақ тўлаш;

7) ***субпудратчи*** – пудратчилар ёки юқори даражадаги субпудратчилар билан шартнома муносабатларига киришади ва шартноманинг бажарилиши учун жавобгардир;

8) ***лицензия берувчилар*** – ер участкасига эгалик қилиш, ким ошди савдоларини ўтказиш, муайян иш турларини бажариш ва бошқалар ҳуқуқи учун лицензиялар берадиган ташкилотлар;

9) ***маъмурият*** – солиқларни тўлаш орқали ўз манфаатларини қондириш ва лойиҳани амалга ошириш билан боғлиқ экологик, ижтимоий, жамоавий ва бошқа талабларни қўйиш;

10) ***лойиҳанинг якуний маҳсулотини ишлаб чиқарувчи*** – белгиланган асосий воситалардан фойдаланади ва тайёр маҳсулот ишлаб чиқаради. Унинг роли ва функциялари лойиҳанинг якуний натижаларидаги мулк улушига боғлиқ. Одатда лойиҳада мижоз ёки инвестор бўлади;

11) ***тайёр маҳсулотни ишлаб чиқарувчилар*** – тайёр маҳсулотга талабни шакллантирадиган ва белгилайдиган, ишлаб чиқарилади-

ган маҳсулотни харидорлари ва фойдаланувчилари бўлган юридик ва жисмоний шахслар. Истеъмолчилар ҳисобидан лойиҳанинг харажатлари қопланади ва лойиҳада барча иштирокчиларининг фойдаси шаклланади (13.1-жадвал).

Инвестиция лойиҳаси иштирокчиларининг асосий функцияларини бажариш бўйича ўзаро таъсири 13.1-жадвалда келтирилган.

13.1-жадвал

ИНВЕСТИЦИЯ ЛОЙИҲАСИ ИШТИРОКЧИЛАРИНИНГ ЎЗАРО МУНОСАБАТЛАРИ[1]

Лойиҳа иштирокчисининг функцияси	Лойиҳа иштирокчиси												
	М	ЛР	Л	БЛ	СП	Б	ҲТ	ЕБ	ЕЭ	ЛБ	М	МЧ	МИ
Лойиҳа концепциясини ишлаб чиқиш	x	+											
Лойиҳа ҳаётийлигини баҳолаш	x					+							
Лойиҳани ишлаб чиқиш	+	x											
Технологик жараёнларни ишлаб чиқиш	x		+					+		+	+	+	
Ер участкасини танлаш	x	+	+				+		+				
Дастлабки лойиҳалаштириш	x	+	+							+		+	
Шартномалар тузиш (савдо)	x	x	+	+	+	+		+	+	+	+	+	
Муфассал лойиҳалаштириш		+	x	+				+		+	+	+	
Харид қилиш, етказиб бериш	x	+		+	+	+		x		+	+	+	
Қурилиш-монтаж ишлари	+		+	x	+				+		+		
Ишларни назорат қилиш	+	x	+	+							x	+	
Маҳсулотларни ўзлаштириш ва чиқариш	x	+	+			+				+	+	x	+

ШАРТЛИ БЕЛГИЛАР: М – мижоз; ЛР – лойиҳа раҳбари; Л – лойиҳалаштирувчи; БЛ – бош лойиҳалаштирувчи; СП – субпудратчи; Б – банклар; ҲТ – ҳукумат ташкилотлари; ЕБ – етказиб берувчилар; ЕЭ – ер эгаси; ЛБ – лицензия берувчилар; М – мухандис; МЧ – маҳсулот ишлаб чиқарувчилар; МИ – маҳсулот истеъмолчилари; x – кўрсатилган босқичда ушбу иштирокчи бу функцияни бажармайди; + – функцияни бажаради.

[1] Муаллифлар томонидан тузилган.

13.2. Пул оқимларини дисконтлаш

Пул оқими лойиҳани амалга ошириш натижасида хўжалик субъектларнинг ҳисоб рақамлари ва кассасига ҳақиқатда тушган (кирадиган пул оқими) ва ташқи агентларга тўланадиган (чиқадиган пул оқими) пул маблағларнинг йиғинидиси ҳисобланади.

Кирадиган пул оқими ўз моҳиятига кўра, лойиҳанинг молиявий натижаси бўлиб, унинг шаклланиш манбаларига маҳсулот (иш, хизмат)ни сотишдан тушган тушум; ташқи агентларнинг кредит ва қарз маблағлари; акциялар қўшимча эмиссияси ҳисобига жалб қилинадиган акциядорлик сармоя; лойиҳага жалб қилинадиган ва лойиҳани якунлаш пайтида баҳоланадиган активларни сотишдан тушган тушум; аниқ лойиҳа билан боғлиқ бошқа даромадлар кириши мумкин.

Чиқадиган пул оқими лойиҳага дастлабки сармоя қўйилмаларнинг миқдорини аниқловчи инвестиция харажатларини ҳамда одатда лойиҳага жалб қилинган асосий активларга амортизация ажратмаларини[1] ҳисобга олмаган ҳолда ишлаб чиқариш, сотиш харажатларни ўз ичига олган лойиҳа бўйича жорий молиявий тўловларни; кредит ва қарз маблағлари учун тўловлар; солиқ тўловлари; бошқа фойдадан тўловлар, шу жумладан қўшимча акциядорлик сармояга дивидендларни тўлашни ўз таркибига олган.

Соф пул оқими инвестиция даврининг муайян вақт давр мобайнида ҳақиқий пул маблағларнинг кириминиг ва ҳақиқий пул маблағларнинг чиқимига айирмаси билан ифодаланади:

$$NCF_t = CIF_t - COF_t. \qquad (13.1)$$

бу ерда: NCF_t – вақт оралиғида соф пулнинг оқими;
CIF_t – вақт оралиғида кирадиган пул оқими;
COF_t – вақт оралиғида чиқадиган пул оқими.

Молиявий кўрсаткичларнинг прогнозини инвестиция даврининг оралиғи бўйича табақалашган ҳолда амалга ошириш лозим. Инвестицион давр оралиғи сифатида ой, чорак ёки йил деб

[1] Амортизацион ажратмалар номинал пул харажатлари ҳисобланади. Улар иқтисодий субъектларнинг харажатлар таркибига киритилиб, солиқ солиш фойдасини камайтиради. Аммо, ҳақиқатда амортизацион ажратмалар ташқи агентларга тўланмайди ва иқтисодий субъектларида жамғарилади.

қабул қилиш мумкин. Муайян оралиқни биринчидан, пул кирими ва тўловларнинг режалаштирилган даврийлигидан, иккинчидан ҳар бир оралиқ бўйича прогнозни олиш аниқлигидан келиб чиққан ҳолда танлаш лозим. Узоқ муддатли лойиҳалар учун инвестицион даврларни турли оралиқларга бўлиш тавсия этилади. Масалан, лойиҳа амалга оширилишининг биринчи йил учун оралиқ одатда бир ой ёки чорак, кейинги йиллар учун – бир йил деб қабул қилинади.

Инновация лойиҳалари пул оқимлари билан тавсифланиб, улар одатда, инвестиция даврининг алоҳида оралиғи давомида турли интенсивлигига эга. Бунда соф пул оқими лойиҳа бўйича инвестиция харажатлари сарфланаётган пайтида лойиҳанинг бошланғич, инвестиция босқичида салбий бўлиши мумкин ва аксинча, жорий киримлар жорий тўловлар миқдоридан ошиб кетадиган пайтда, лойиҳанинг фойдаланиш босқичида ижобий тус олади.

Лойиҳаларнинг иқтисодий самарадорлигини баҳолаш учун лойиҳанинг потенциал иштирокчилар томонидан турли вақт оралиғида олинадиган ёки сарфланадиган пул маблағларнинг турли қийматларини ҳисобга олиш лозим. Турли вақтдаги пул оқимларини таққослаш дисконтлаш – турли вақтдаги пул оқимини (киримни ва тўловларни) ягона вақт пайтига келтириш услуби билан амалга оширилади. Дисконтлаш услубининг моҳияти келгусида турли вақтларда тўланадиган ва ёки олинадиган пул маблағларнинг эквивалентини топишдан иборат:

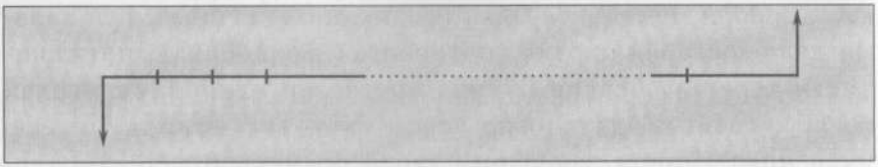
$$P = \varphi(F_t), \qquad (13.2)$$

бу ерда:

P (*present value*) – пул маблағларнинг жорий баҳоси;

F_t (*future value*) – t вақт пайтида тўланадиган (олинадиган) пул маблағлар (киримлар ва/ёки тўловлар) миқдори.

Келгуси киримлар (тўловлар)нинг пул эквивалентини аниқлашга имкон берадиган ҳисоблаш услуби сифатида мураккаб фоизлар формуласи қўлланилади. Энди ушбу формулани ягона тўлов шакли сифатида оддий пул оқими учун қўллашни кўриб чиқамиз. Унинг диаграммаси 13.2-расмда берилган.



13.2-расм. **Ягона жорий пул миқдори ва ягона келгуси пул миқдори.**

Агар n йилдан кейин R фоиз ставкаларида жорий пул миқдорининг пуллик эквивалентини P аниқлаш зарурати бўлса, келгуси пул миқдори қуйидаги F формула ёрдамида ҳисобланади:

$$F = P(1+R)^n. \qquad (13.3)$$

бу ерда: n – жорий ва келгуси вақт пайтларини ажратадиган фоизли даврларнинг сони (фоизларни қўйишлар сони).

Агар n йилдан кейин R фоиз ставкаларида келгуси пул маблағлар F жорий пул миқдорининг пуллик эквиваленти P аниқлаш зарурати туғилса, қуйидаги формуладан фойдаланамиз:

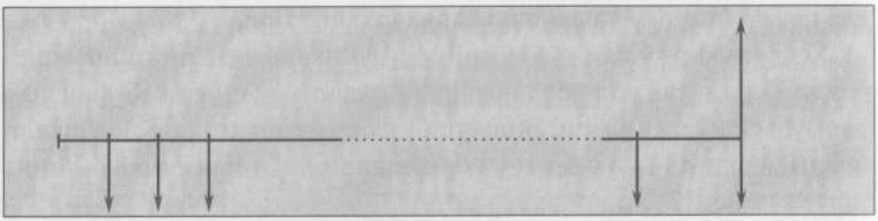
$$P = \frac{1}{(1+R)^n} \qquad (13.4)$$

Агар пул оқими миқдор жиҳатдан тенг бўлган ва доимо амалга ошириладиган тўловлар билан амалга оширилса эквивалентни ҳисоблаш янада мураккаблашади.

Хусусан, n йилдан кейин R фоиз ставкаларида тенг тўловлар сериянинг келгуси эквивалентини A аниқлаш учун (13.3-расм), қуйидаги мисолдан фойдаланамиз.

МИСОЛ:

Фараз қиламизки, ҳар йили банкнинг омонат ҳисоб рақамига 100 минг сўм қўйилади. Омонат ҳисоб рақамидаги фоиз ставкаси



13.3-расм. **Тенг тўловлар сериялари ва ягона келгуси пул миқдори.**

бутун давр мобайнида йилига 12% ташкил этади. 5 йил ичида ҳисоб рақамида қанча маблағ йиғилади?

Топиш лозим бўлган кўрсаткичнинг ҳисоб-китоб кетма-кетлиги 13.2-жадвалда келтирилган бўлиб, у қуйидагилардан иборат. Омонат ҳисоб рақамига қўйилган биринчи пул миқдори – 100 минг сўм 4 йилдан кейин миқдори, 157,35 минг сўмга ошади. Иккинчиси, бир йилдан кейин қўйилган пул миқдори 140,49 минг сўмга ошади ва бошқалар. Чунки сўнгги пул маблағи 5 йил охирида киритилган, унга фоиз ставкалари ҳисобланмайди.

13.2 - ж а д в а л

ҲАР ЙИЛГИ ТЎЛОВЛАР СЕРИЯЛАРНИНГ МУРАККАБ ФОИЗЛАР СУММАСИ

Йил охири	Хар йилги тўловлар сериялларнинг мураккаб фоизлар коэффициенти	5 йил охирида мураккаб коэффициенти	Умумий пул миқдори, *F*
1	$100\ (1,12)^4$	157,35	635,28
2	$100\ (1,12)^3$	140,49	
3	$100\ (1,12)^2$	125,44	
4	$100\ (1,12)^1$	112,00	
5	$100\ (1,12)^0$	100,00	

Келгуси пул миқдорини F ҳисоблаш учун қуйидаги формуладан фойдаланамиз:

$$F = A + A(1+R) + ... + A(1+R)^{n-2} + A(1+R)^{n-1}. \qquad (13.5)$$

Ушбу ифодани $(1+R)$ кўпайтирамиз:

$$F(1+R) = A(1+R) + A(1+R)^2 + ... + A(1+R)^{n-1} + A(1+R)^n.$$

Иккинчи ифодадан биринчи ифодани айириб, қуйидагича ҳосил қиламиз:

$$F(1+R) - F = -A + A(1+R)^n. \qquad (13.6)$$

Натижада n фоизли даврлардан кейин R фоиз ставкаларида миқдори бўйича тенг ва доимо амалга ошириладиган тўловлар сериядаги пул оқимининг A пуллик эквивалентини F ҳисоблаш учун қуйидаги формулани ҳосил қиламиз:

$$F = A\left[\frac{(1+R)^n - 1}{R}\right] \qquad (13.7)$$

n фоизли даврлардан кейин келгуси пул миқдори эквивалентига тенг бўлган фоиз ставкаларида миқдор билан *F* тенг ва доимо амалга ошириладиган тўловлар сериядаги пул оқимини *A* аниқлаш учун қуйидаги формуладан фойдаланамиз:

$$A = F\left[\frac{R}{(1+R)^n - 1}\right] \qquad (13.8)$$

МИСОЛ:

Агар ҳар йили мураккаб фоизни йилига 12% ставкалар билан 5 тўловлар серияларни амалга оширган ҳолда 6 000 сўм жамғариш талаб қилинадиган бўлса, ҳар йили қуйидаги миқдорда тўловларни амалга оширишга тўғри келади:

$$A = 6000 \times 0{,}12 / [(1+0{,}12)^5 - 1] = 6000 \times 0{,}1574 = 944{,}4.$$

Амалиётда жорий пул миқдори *P* билан *n* фоизли давр мобайнида *R* фоиз ставкаларида доимо амалга ошириладиган тўловлар миқдори *A* бўйича тенг сериядаги пул оқимининг ўртасидаги эквивалентлигини ўрнатиш масалалари доимо юзага чиқади.

МИСОЛ:

Инвестиция лойиҳаси билан савдо лизинг шартлари бўйича асбоб-ускуналарни сотиб олиш кўзда тутилган. Асбоб-ускунанинг қиймати 2 000 000 долл.га тенг. Шартнома шартларига кўра олдиндан тўланадиган тўлов (аванс) асбоб-ускуна қийматининг 50%ни ташкил этади. Кейинги тўловлар йилига 10% ставкаларида 10 тўловларга тенг серияларда ҳар чоракда амалга оширилади. Ҳар чоракдаги тўловлар миқдорини аниқланг.

Бунинг учун *n* фоизли давр мобайнида *R* фоиз ставкаларида жорий пул миқдори *P* эквивалентига тенг бўлган тўловлар миқдорини *A* аниқлаш лозим. Бунинг учун илгари ҳосил бўлган боғлиқликдан фойдаланиб, қуйидаги кўринишдаги ифодани ҳосил қиламиз:

$$A = F\left[\frac{R}{(1+R)^n - 1}\right] = p(1+R)^n\left[\frac{R}{(1+R)^n - 1}\right] = P\left[\frac{R(1+R)^n}{(1+R)^n - 1}\right] \qquad (13.9)$$

Ҳосил бўлган формулани келтирилган мисолда лозим бўлган миқдорини *A* ни топиш учун қўллашга ҳаракат қиламиз. Агар

шартнома шартларига кўра, олдиндан тўланадиган тўлов 1000000 долл.ни ташкил этадиган бўлса, ҳар чоракда ҳисобланадиган 10% ставка фоизи бўйича 10 тўловлар сериялларда намоён бўлган (10%:4 =2,5%) қолган маблағ миқдори P эквивалентини аниқлаш лозим бўлади:

$$A = 1000000\left[\frac{0{,}025(1+0{,}025)^{10}}{(1+0{,}025)^{10}-1}\right] = 1000000\left[\frac{0{,}025\times 1{,}28}{1{,}28-1}\right] = 114258{,}8 \text{ долл.}$$

Ушбу тўловлар тизимида A тўловнинг қайси қисми асосий қарзларни қайтариш, қайси қисми эса савдо кредити бўйича фоизларни тўлашга йўналтирилганлигини аниқлаш даркор. Хусусан, солиқ солиш мақсадида фоизларни таннархига қўшиш муҳим ҳисобланади. Бунинг учун 13.3-жадвалда келтирилган ҳисоб-китоблар схемасидан фойдаланиш мумкин.

13.3 - ж а д в а л

КРЕДИТ УЧУН ТЎЛОВЛАРНИНГ ҲИСОБ-КИТОБ СХЕМАСИ
(ҲИСОБ-КИТОБЛАР ЯХЛИТЛАНГАН ҲОЛДА АМАЛГА ОШИРИЛГАН)

Тўлов рақами	Кредитнинг тўланмаган қисми	Тўлов		
		Жами	*Шу жумладан*	
			Фоизлар	Кредитнинг номиналини қайтариш
1	1 000 000	114 259	25 000	89 259
2	910 741	114 259	22 768	91 490
3	819 251	114 259	20 481	93 777
4	725 473	114 259	18 137	96 122
5	629 351	114 259	15 734	98 525
6	530 825	114 259	13 271	100 988
7	429 837	114 259	10 746	103 513
8	326 324	114 259	8 158	106 101
9	220 223	114 259	5 506	108 753
10	11 470	114 259	2 787	111 470
ЖАМИ	0	1 142 590	142 590	1 000 000

Ҳисоб-китоб шунга асосланадики, кредит учун фоизлар фоизларни ҳисоблаш пайтида қолган қарз миқдори (кредитнинг номинали) ҳисобидан ҳисоблаб чиқилади. Шу боис биринчи тўлов (114 259 долл.) 1 000 000 долл. × 0,025 = 25 000 долл. миқдордаги фоиз тўловини ва 114 259 долл. – 25 000 долл. = 89 259 долл.

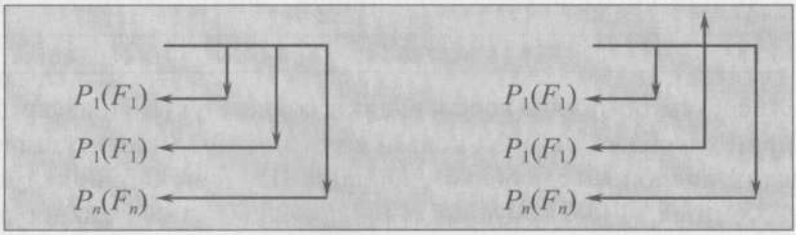
миқдоридаги пул маблағни қайтаришни ўз ичига олади. Биринчи тўловдан кейин асосий қарз миқдори 1 000 000 долл. – 89 259 долл. = 910 741 долл.гача камаяди. Шунинг учун иккинчи тўловни амалга оширишда фоизлар айнан шу миқдоридан ҳисоблаб чиқилади. Кейинги барча тўловлар бўйича ҳам келтирилган ҳисоб-китоб тартиби қўлланилади.

R фоиз ставкаларида n фоизли давр мобайнида амалга ошириладиган A тўловлар сериясининг P жорий эквивалентини баҳолаш учун қуйидаги формуладан фойдаланилади:

$$P = A\left[\frac{(1+R)^n - 1}{R(1+R)^n}\right] \qquad (13.10)$$

Ифодаланган боғлиқликлар лойиҳанинг иқтисодий самарадорлигини таҳлил қилиш учун қўлланилган бўлиб, улар пул оқимларининг турли тузилиш шаклларида намоён бўлган. Бунда битта пул оқимининг иккинчидан афзаллик томонини баҳолаш, таққосланадиган оқимларни ягона эквивалент асосига келтиришни талаб этади. Хусусан, 13.4-расмда кўрсатилганидек, ҳар бир 1 ва 2 таққосланадиган пул оқимлари ягона тўловлар (киримлар) йиғиндиси сифатида кўриб чиқилади, ҳар бири учун жорий эквивалент $P_i(F_i)$ аниқланади. Агар бу ҳолатда ҳар бир ягона тўловлар дисконтлашган, яъни жорий вақт пайтига келтирилган бўлса, қуйидаги формула орқали аниқланадиган дисконтлашган ягона тўловлар миқдори пул оқимини таққослаш учун асос сифатида хизмат қилиши мумкин.

$$P = \sum_{i=1}^{n} P_i(F_i) = \sum_{i=1}^{n} \frac{F_i}{(1+R)^n}. \qquad (13.11)$$



13.4-расм. **Пул оқимини дисконтлаш схемаси.**

13.4-расмда келтирилган ҳисоб-китоблар пул оқимларни таққослаш бўйича олиб борган дисконтлаш ставкаси маълум бўлганлиги билан шартланган. Аммо, дисконтлаш ставкасини танлаш назарий жиҳатдан ҳам, амалий жиҳатдан ҳам жуда мураккаб муаммо ҳисобланади. Муайян лойиҳа учун дисконт ставкасини танлашда мазкур лойиҳага инвестициялаш билан боғлиқ хавфхатар ҳисобига тўғриланган (кўпайтирилган) инвесторлар учун мумкин бўлган ва кафолатланган сармоя жамғариш манбалар миқдорлари (масалан, ишончли банкда қўйилмалар бўйича депозит фоизлари ёки давлат облигациялари бўйича даромад фоизлари)ни ҳисобга олиш тавсия этилади.

13.3. Инвестиция лойиҳаларини самарадорлиги, уни баҳолаш мезонлари ва усуллари

Иқтисодий самарадорлик – инвестиция учун қўйилган капиталдан фойдаланилганлиги учун олинган фойда, даромад тушунилса, ижтимоий-иқтисодий самара эса, инвестицияни ишлатишдан олинган фойдадан ташқари, инсонларнинг ҳаёт даражаси яхшиланиши, табиатни сақлаш, илмий-техникавий тараққиётнинг ривожланиши ҳам тушунилади.

Инвестицияларнинг иқтисодий самарадорлигини баҳолашда «иқтисодий самара» ва «иқтисодий самарадорлик» атамаларига эътибор бериш лозимдир.

Иқтисодий самара – қўйилган капиталнинг инвестициялаш натижасида олинган натижаси бўлса, иқтисодий самарадорлик эса, олинган иқтисодий самара ёки инвестиция натижасида олинган фойда билан инвестиция миқдори ўртасидаги муносабатни билдиради.

Иқтисодий самара деганда, ишлаб чиқаришнинг кўпайиши, меҳнат унумдорлигининг ошиши, фойда, миллий даромаднинг кўпайиши ёки бошланғич ва жорий харажатларнинг камайиши тушунилади. Ижтимоий самара деганда аҳоли фаровонлиги ошиши, билим даражаси ошиши, бўш вақтнинг кўпайиши ва бошқалар тушунилади.

Самарадорлик (иқтисодий ва ижтимоий) бу иқтисодий ёки ижтимоий самаранинг унга эришиш харажатларига нисбати. Умумий иқтисодий самарадорлик қуйидагича топилади:

$$И_{с1} = \frac{Н}{Х} \qquad (13.12)$$

бу ерда: $И_{с1}$ – иқтисодий самарадорлик; $Н$ – натижа; $Х$ – олинган натижага эришишдаги харажатлар.

Инвестициянинг иқтисодий самарадорлигини қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$И_{с} = \frac{И_{ф}}{К} \qquad (13.13)$$

бу ерда: $И_{с}$ – иқтисодий самарадорлик; $И_{ф}$ – инвестициядан олинган фойда; $К$ – қўйилган капитал.

Инвестиция лойиҳасининг иқтисодий самарадорлиги сармоя қўйилмаларнинг самарадорлигини мажмуавий баҳолаш билан бевосита боғлиқ, чунки бу вазиятда лойиҳа инвестициялаш объекти сифатида қаралади.

Самарадорлик назариясининг энг муҳим масалаларидан бири мезонлаш ёндашуви ҳисобланади, чунки турли мезонлар мавжуд пайтда иқтисодий самарадорликнинг турли мос бўлган кўрсаткичлари (коэффициентлар) ўрин олган. Мезонлаш ёндашуви негизида инвестициялар унумдорлигининг уч қисмли мезонлари ётади: иқтисодий, экологик ва ижтимоий. Бу самарадорликни изоҳлашни бир мунча мураккаблаштиради ва даставвал ҳар бир келтирилган соҳа учун маҳбул вариантларини аниқлайдиган, сўнг уларнинг маълумотларини интеграциялашга имконият берадиган услубиятини талаб қилади.

Кўрсатиб ўтилган соҳаларга таъсирини ҳисобга олишга нисбатан аниқ ёндашувни иложи борича кўрсаткичларнинг чегараланган сонига келтириш керак. Бу эса кўп омилли масалаларнинг ечимини бир мунча осонлаштиришга имкон беради. *Иқтисодий* нуқтаи назардан инвестициялар жонли ва ўтган меҳнат харажатлари билан тавсифланади. Ушбу концепцияга мос кўрсаткичлар (жамғарма сарфлаш ҳажми, меҳнат сарфлаш ҳажми, материалларни сарфлаш ҳажми ва ҳ.к.) инвестиция самарадорлигини янада оширишни таъминлаш учун камайиш тенденциясига эга.

Ижтимоий мезони коммунал-маиший меҳнат шароитларини яхшилаш, қўл меҳнати харажатларини пасайтириш ҳамда бир ишчи ҳисобига даромадларнинг ўсишини ҳисобга олади.

Экологик жиҳати ҳаво, сув, ер ресурсларини қурлишида ва бошқа соҳаларда фойдаланишни камайтиришга қаратилган (13.4-жадвал).

13.4 - ж а д в а л

САМАРАДОРЛИК КЎРСАТКИЧЛАРИ

Номи	Шартли белгилари	Мезонли йўналганлиги
И қ т и с о д и й		
Жамғармани сарфлаш ҳажми, сўм	Жсҳ	Жсҳ→min
Материалларни сарфлаш ҳажми, сўм	МАсҳ	МАсҳ→min
Меҳнатни сарфлаш ҳажми, одам	МЕсҳ	МЕсҳ→min
Қурилиш муддати, ой	Қм	Қм→min
Сармоя қўйилмалари, сўм	Сқ	Сқ→min
Корхонанинг қуввати, сўм	Кқ	Кқ →min
И ж т и м о и й		
Ишчиларнинг сони, киши	Ис	Ис→min
Меҳнат унумдорлиги, сўм/киши	Мун	Мун→min
Уй-жой билан таъминланганлиги, м²/киши	УЖт	УЖт→min
Э к о л о г и к		
Ер ресурслардан фойдаланиш, га	ЕРф	ЕРф→min
Сув ресурслардан фойдаланиш, м³	СРф	СРф→min
Ҳаво ресурслардан фойдаланиш, м³	ҲРф	ҲРф→min

Инвестицияларнинг умумий иқтисодий самарадорлиги қуйидагича ҳисобланиши мумкин:

а) бутун халқ хўжалиги, йирик ҳудуд ва тармоқлари бўйича *MI* – солиштирма нархлардаги ишлаб чиқилган миллий даромад улушининг (ΔMD) ушбу ўсишига сабабчи бўлган барча молиялаштириш манбалари бўйича фойдаланиладиган сармоя қўйилмаларига (Q) нисбати:

$$MD = \frac{\Delta MD}{Q}. \qquad (13.14)$$

Бунда мутлақ самарадорлик мезони ( ) Кр сифатида инвестиция ҳажмларни максималлаштириш ҳисобланади:

$$S_m = MD \to \max, \qquad S_m = Q \to \min.$$

б) i лойиҳа бўйича D_o,– даромад ёки хўжалик ҳисоб даромадининг ўсиши $\Delta\pi$(таннархнинг пасайиши)нинг ушбу ўсишга сабаб бўлган сармоя қўйилмаларнинг ўсишига (ΔQ) нисбати:

$$D_o = \frac{\Delta\pi}{\Delta Q}. \qquad (13.15)$$

Инвестиция лойиҳалари самарадорлигининг мезони – бу исталган мақсадларга эришиш даражаси. Шунинг учун самарадорликни баҳолаш мақсадларни, уларнинг эришилиш даражасини аниқлашдан бошланиши ва ушбу мақсадни тавсифловчи кўрсаткичларни танлаши керак.

Жаҳон амалиётида инвестиция лойиҳалари самарадорлигининг баҳолашнинг қуйидаги моделлари ва кўрсаткичлари мавжуд:

1. Соф келтирилган самара ёки соф дисконтланган даромад (Net Present Valve, NPV).

2. Инвестициянинг рентабеллик индекси (Profitability Index – PI)

3. Дисконтланган рентабеллик индекси (Discounted Profitability Index, DPI).

4. Дисконтланган қоплаш муддати (Discounted Payback Period, DPP).

5. Фойданинг ички меъёри даражаси (Internal Rate of Return, IRR).

6. Модификацияланган фойданинг ички меъёри (Modified Internal Rate of Return, MIRR).

7. Инвестициянинг самарадорлик коэффициенти (Accounting Rate of Return, ARR).

Юқоридаги моделлар ва кўрсаткичлар ҳақида батафсил тўхталиб ўтамиз.

Соф дисконтланган даромад (Net Present Valve, NPV).

Соф дисконтланган даромад (NPV) – инвестициялашнинг асосий мақсадига эришиш, яъни инвестор учун даромад шаклидаги энг мақбул соф фойда олишга йўналтирилган. Ушбу усул инвестиция лойиҳасининг молиявий натижаларининг энг умумлаштирилган хусусиятини, яъни мутлақ якуний самарани олиш имконини беради. Соф жорий самара – бу пул тушумларининг ҳозирги қийматига тўғри келадиган лойиҳанинг соф фойдаси (Present Valve, PV):

$$PV = \frac{FV}{(1+G)^n}. \qquad (13.16)$$

Бу ерда: PV – лойиҳадан келадиган пул тушумларининг келажакдаги қиймати (Future Valve, FV); G – дисконт ставкаси, бирлик улуши; n – ҳисоб-китоб даври, йиллар (ойлар).

Агар $NP>0$ бўлса, яъни капиталнинг ўртача қийматидан (Weighted Average Cost of Capital, WACC) юқори даромад келтирадиган бўлса, лойиҳа инвестор томонидан маъқулланиши мумкин.

Соф дисконтланган даромад (NPV) – лойиҳани амалга ошириш даврида пул тушумлари суммасининг ҳақиқий келтирилган қиймати (дисконтлаш йўли билан) ва уни амалга ошириш учун сарфланган инвестиция суммаси ўртасидаги фарқ сифатида ифодаланади:

$$NPV = PV - IC. \qquad (13.17)$$

Бу ерда:

PV – лойиҳадан тушган тушумларнинг (даромадларнинг) дисконтланганидан кейинги қиймати; IC – лойиҳани амалга оширишга йўналтирилган инвестициялар (капитал қўйилмалар) миқдори.

(5) формуладан агар лойиҳага инвестициялар бир йўла қўйилса, соф дисконтланган даромад (NPV)ни ҳисоблашни қуйидаги кўринишга келтириш мумкин:

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{P_t - C_t}{(1+i)^t} - C_0 = \frac{P_1 - C_1}{1+i} + \frac{P_2 - C_2}{(1+i)^2} + \cdots + \frac{P_n - C_n}{(1+i)^n} - C_0 \qquad (13.18)$$

Бу ерда:

P_t – t йилдаги корхонанинг фойдаси, C_t – t йилдаги корхонанинг харажатлари, C_{t0} – t бошланғич капитал қўйилма (инвестиция миқдори), t – лойиҳа муддати, i – дисконт, муддати тўлмаган капитал қўйилма учун инвесторга тўланадиган ҳақ миқдори.

Агар (6) формулада барча инвестиция киритилган йиллар учун, йиллик даромад ва харажатлар $P_t - C_t = q$ бир хил бўлса, уни геометрик прогрессияни ҳисоблаш формуласидан фойдаланиб қуйидагича ёзиш мумкин:

$$NPV = \frac{q((1+i)^n - 1)}{i(1+i)^n} - C_0 \qquad (13.19)$$

Охирги (7) формуладан кўринадики, NPV(q, n, i) – нинг функциясидан иборат яъни, $P_t - C_t = q$ йиллик корхонанинг соф фойдасига, n – лойиҳа киритилган муддатга, $i = P/100$ – дисконт миқдорига боғлиқ бўлади.

Агар:

NPV > 0 бўлса, инвестиция лойиҳаси корхона учун самарали бўлади, уни қабул қилиш мумкин;

NPV < 0 бўлса, инвестиция лойиҳаси корхона учун самарали эмас, уни қабул қилиш керак эмас;

NPV = 0 бўлса, лойиҳа корхона учун фойдали ҳам, зарарли ҳам эмас.

Фойданинг ички меъёри даражаси (Internal Rate of Return, IRR).

IRR инвестиция лойиҳалари самарадорлигини баҳолашнинг анча мураккаб кўрсаткичи ҳисобланади. Ушбу кўрсаткич лойиҳадан келадиган пул маблағларининг келажакдаги қиймати аванс тўловининг ҳозирги қийматига нисбатан келтириладиган дисконт ставкаси билан ифодаланган, лойиҳанинг фойдалилик даражасини тавсифлайди.

Фойданинг ички меъёри даражаси деганда (IRR) ***соф дисконтланган даромад*** (NPV) «О»га тенг лойиҳанинг дисконтлаш коэффициенти тушунилади:

$$NPV = 0$$

Яъни:

$$0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{P_t - C_t}{(1+i)^t} - C_0 \qquad (13.20)$$

Бундан

$$C_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{P_t - C_t}{(1+i)^t} \qquad (13.21)$$

Бир марталик капитал қўйилмада (йил давомида) фойданинг ички меъёри даражаси (IRR)ни соддалаштирилган ҳолда қуйидагича ҳисоблаш мумкин:

$$IRR = \frac{NPV}{IC}. \qquad (13.22)$$

Бу ерда: *NPV* – соф дисконтланган даромад; *IC* – лойиҳани амалга ошириш учун йўналтирилган инвестициялар (капитал қўйилмалар) миқдори.

Амалиётда ҳар қандай корхона ўз фаолиятини турли манбаларга асосланган ҳолда молиялаштирилади. Корхона фаолиятида авансланштирилган молиявий ресурслардан фойдаланганлиги учун тўлов сифатида, у фоиз, дивиденд, рағбатлантириш каби корхона иқтисодий қудратини ушлаб туришга асосланган харажатларни амалга оширади.

Бу ҳаражатлар даражасининг характерловчи кўрсаткичларни авансланштирилган капитал баҳоси дейиш мумкин. Бу кўрсаткични корхона фаолиятида қўйилган энг кам қайтарувни ўзида акс эттиради, унинг рентабеллиги ўртача арифметик формула бўйича ҳисобланади.

Бу кўрсаткичнинг иқтисодий маъноси қуйидагича ифодаланади:

Корхона жорий кўрсаткичдан паст бўлмаган рентабеллик даражасига эга ҳар қандай инвестицион характерга эга қарорни қабул қилиш мумкин. Худди ўша билан IRR кўрсаткичи таққосланади. Бундай шароитда улар ўртасидаги алоқа қуйидагича:

Агар: $IRR > CC$ дан лойиҳа қабул қилинади;

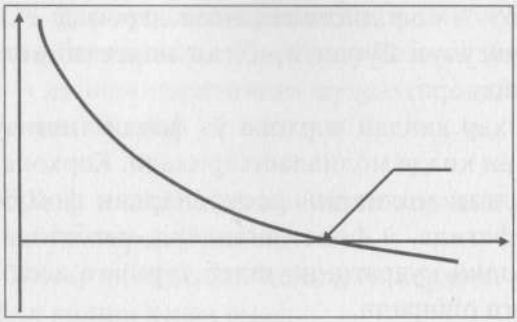
$IRR < CC$ дан лойиҳа қабул қилинмайди;

$IRR = CC$ лойиҳа зарарсиз ва фойдасиз;

CC – жорий кўрсаткич.

Агар лойиҳанинг ички рентабеллиги ушбу лойиҳа учун белгиланган минимал рентабеллигидан юқори бўлса, лойиҳа иқтисодий жиҳатдан самарали ҳисобланади. Ушбу кўрсаткичнинг иқтисодий мазмуни лойиҳанинг ички рентабеллиги лойиҳага киритилаётган сармоянинг ўсиш суръатини аниқлаб беришидан иборат. Бундан ташқари, ушбу кўрсаткич энг юқори мумкин бўлган ссуда фоиз ставкани аниқлаб, унда лойиҳани кредитлаш зарарсиз ҳолда, яъни инвестициялашга киритилган ўз сармоядан олинган фойданинг бир қисмини кредитни тўламасдан туриб амалга оширилади.

Лойиҳанинг ички рентабеллик кўрсаткичини аниқлаш учун дисконт ставкаларнинг турли миқдорлар шароитида миқдорни график усулидан фойдаланиш мумкин. Бунда 13.5-расмда кўр-



13.5-расм. **Лойиҳанинг ички рентабеллик миқдорини аниқлаш.**

сатилганидек, график абсцисса ўқи билан кесишадиган миқдори лойиҳанинг ички рентабеллик миқдорини белгилайди.

Инвестициянинг рентабеллик индекси (Profitability Index – PI).

Бу мезон инвестиция лойиҳаларини баҳолашда қўлланиладиган ҳаражатлар бирлигига рентабеллик ёки даромад индексини аниқлайдиган усул ҳисобланади:

$$\text{PI} = \frac{\text{PV(фойда)}}{\text{PV(харажат)}} = \sum_{t=1}^{n} \frac{\frac{CIF_t}{(1+k)^t}}{\frac{COF_t}{(1+r)^t}} \qquad (13.23)$$

Бу ерда: CIF_t – кутилаётган пул оқимларининг ёки даромадларнинг кирими; COF_t – кутилаётган пул оқимларининг ёки харажатларнинг чиқими.

Бундан кўриниб турибдики, агар:

$PI > 1$ бўлса, лойиҳа самарали ва уни қабул қилиш мумкин;

$PI < 1$ бўлса, лойиҳа самарали эмас ва уни қабул қилиш керак эмас;

$PI = 1$ бўлса, лойиҳа фойдали ҳам, зарарли ҳам эмас.

Инвестициянинг рентабеллик индексининг соф дисконтланган даромад (NPV) дан фарқи шундан иборатки, бу нисбий кўрсаткич ҳисобланади. У бир бирлик ҳаражатга тўғри келадиган даромадлар даражасини, жалб қилиш самарадорлигини кўрсатади, яъни ушбу кўрсаткич қанча юқори бўлса лойиҳага инвестиция қилинган ҳар бир пул бирлигининг қайтарилиши юқори бўлади. NPV кўрсаткичлари бир хил бўлган бир неча лойиҳаларнинг ичидан бирини танлашда PI мезони жуда қулай ҳисобланади (аниқроғи, агар

икки лойиҳанинг *NPV* кўрсаткичлари бир хил бўлса ва ҳар хил миқдордаги инвестицияларни талаб қиладиган бўлса, энг юқори самарани қайси бири таъминлай оладиганлигини аниқлаш мумкин) ёки инвестиция портфелини танлашда жами *NPV* миқдорини максималлаштириш мақсадида жуда қулай ҳисобланади.

Инвестиция лойиҳасининг самарадорлиги кўрсаткичлари ўртасидаги ўзаро боғлиқлик. Агар *NPV*, *PI* ва *IRR* қийматларини ҳисоблашда битта лойиҳа кўриб чиқилса, битта индикатор учун мақбул бўлган лойиҳа бошқаси учун мақбул бўлиши мумкин. Бунинг сабаби *NPV*, *PI* ва *IRR* қийматлари ўртасида қуйидагича аниқ боғлиқлик мавжуд:

Агар $NPV > 0$, у ҳолда бир вақтнинг ўзида $IRR > HR$ ва $PI > 1$.

Агар $NPV < 0$, у ҳолда бир вақтнинг ўзида $IRR < HR$ и $PI < 1$.

Агар $NPV = 0$, у ҳолда бир вақтнинг ўзида $IRR = HR$ и $PI = 1$,

Бу ерда *HR (hurdle rate)* – сармоянинг исталган рентабеллиги даражаси сифатида компания томонидан танланган тўсиқ коэффициенти.

Дисконтланган рентабеллик индекси (Discounted Profitability Index, DPI).

Дисконтланган рентабеллик индекси (DPI) қуйидаги формула билан топилади:

$$DPI = \frac{PV}{IC}. \qquad (13.24)$$

Бу ерда: *PV* – лойиҳадан тушган пул маблағларининг ҳақиқий қиймати; *IC* – лойиҳани амалга ошириш учун йўналтирилган инвестициялар (капитал қўйилмалар) миқдори.

Агар лойиҳани келгусида амалга ошириш билан боғлиқ инвестициялар бир неча босқичда (қадамларда) амалга оширилса, *DPI* қуйидагича ҳисобланади:

$$\mathrm{DPI} = \frac{PV_k}{\sum_{k=1}^{n} \frac{IC_k}{(1+G)^k}} \qquad (13.25)$$

Бу ерда: *DPI* – лойиҳага босқичма-босқич инвестиция киритишда дисконтланган рентабеллик индекси; PV_k – *k*-қадамдаги ҳисоблашда пул тушумларининг ҳақиқий қиймати; IC_k – *k*-қадамдаги ҳисоблашда инвестиция (капитал қўйилма) суммаси;

G – дисконт ставкаси, бирлик улуши; n – умумий ҳисоблаш даврида босқичлар (қадамлар)нинг сони.

Агар $DPI \leq 1{,}0$ бўлса, у ҳолда лойиҳа рад этилади, чунки у инвесторга қўшимча даромад келтирмайди. $DPI > 1{,}0$ бўлса, лойиҳа амалга ошириш учун қабул қилинади.

Дисконтланган қоплаш муддати (Discounted Payback Period, DPP).

Дисконтланган қоплаш муддати (DPP) лойиҳалар самарадорлигини баҳолашнинг энг кенг тарқалган кўрсаткичларидан биридир. У қуйидаги формула билан ҳисобланади::

$$DPP = \frac{IC}{PV}. \qquad (13.26)$$

Бу ерда: PV – кўриб чиқилаётган даврда лойиҳани амалга оширишдан тушган пул маблағларининг ўртача миқдори; IC – лойиҳани амалга ошириш учун йўналтирилган инвестициялар (капитал қўйилмалар) миқдори.

Модификацияланган фойданинг ички меъёри даражаси (Modified Internal Rate of Return, MIRR).

Модификацияланган фойданинг ички ***меъёри*** даражаси (MIRR) – бу IRRнинг такомиллаштирилган моделидир. Бу дисконтланган ставкани янада тўғри баҳолашни беради ва лойиҳани баҳолашнинг турли босқичларида (қадамларида) фойда меъёрини кўпайтириш муаммосини бартараф этади. Ушбу усулнинг мазмуни қуйидагича:

1) барча тушадиган тушумларнинг умумий дисконтланган қиймати ҳисоблаб чиқилади ва барча пул тушумларининг жамланган қиймати умумлаштирилади;

2) дисконтлаш ва шакллантириш лойиҳани молиялаштириш манбаси қийматида амалга оширилади (Cost of Capital, CC);

3) пул оқимларининг ҳозирги қиймати ва тушумнинг охирги қийматини мувозанатлаштирадиган дисконтланган коэффициент аниқланади.

Ушбу дисконтланган коэффициент MIRR сифатида қабул қилинган. MIRR қуйидагича ҳисобланади:

$$\sum_{k=0}^{n} \frac{COF_k}{(1+G)^k} = \frac{\sum_{k=0}^{n} CIF_k x (1+G)^{n-k}}{(1+MIRR)^k}; \qquad (13.27)$$

$$PV_{invest} = \frac{TV}{(1 + MIRR)^n} \quad (13.28)$$

Бу ерда: COF_k – k-даврдаги пул оқимлари ва инвестицияларни англатади; G – ушбу лойиҳани молиялаштириш манбасининг нархи, бирлик улуши; $MIRR$ – инвестициялар (PV) ва пул оқимларининг охирги қийматини мувозанатлаштирадиган дисконтланган ставкаси; CIE_k – k-даврдаги пул оқимлари.

$MIRR$ фавқулоддаги пул оқими билан лойиҳанинг самарадорлигини тавсифлайди. Ушбу кўрсаткичдан фойдаланиш мантиғи жуда оддий: агар $MIRR > CC$ (WACC) бўлса, лойиҳа амалга ошириш учун тавсия этилади, бу ерда CC – уни молиялаштириш манбасининг қийматидир.

Қайд этиш мумкинки, келтирилган формула агар пул оқимларининг охирги қиймати дисконтланган пул тушумлари миқдоридан ошса, маънога эга бўлади. Баҳолашнинг ҳар бир усули корхона мутахассисларига лойиҳанинг ўзига хос хусусиятларини ўрганиш ва тўғри қарор қабул қилиш имкониятини беради. Шу сабабли, тажрибали таҳлилчилар ҳар бир лойиҳани инвестицион таҳлил қилишда барча асосий усуллардан фойдаланадилар.

Инвестициянинг самарадорлик коэффициенти (Accounting Rate of Return, ARR).

Албатта, NPV инвестиция лойиҳаси бўйича қарор қабул қилиш учун энг муҳим кўрсаткич ҳисобланади. Аммо, чуқур ишлаб чиқилган хулосалар учун нафақат соф жорий қиймат, балки фойданинг ички меъёрий даражаси, рентабеллик индекси ва қоплаш муддати кўрсаткичи ҳам етарли бўлмай қолиши мумкин. Шу сабабли унчалик мураккаб бўлмаган лойиҳалар учун айрим ҳолларда баъзи мураккаб баҳолашлар талаб қилинади. Бундай ёрдамчи мезонлардан бири инвестицияларнинг самарадорлик коэффициенти (ARR (Accounting Rate of Return)) хизмат қилиши мумкин.

Ушбу кўрсаткич дисконтлаш механизмларини ҳисобга олмайди ва ҳисоблаш даври учун ўртача соф даромадни ўртача инвестицияларнинг қийматига бўлиш натижасида ҳисобланади.

Кўрсаткичнинг ҳисоблаш формуласи қуйидагича:

$$ARR = \frac{PN}{{}^1/_2\, x(IC + RV)} \quad (13.29)$$

Бу ерда: *PN* – бюджетга ажратмалар чиқариб ташланган ҳолда режалаштирилган ўртача баланс фойда; *IC* – лойиҳани инвестициялаш харажатлари; *RV* – инвестиция объектини тугатиш (баъзи ҳолларда қолдиқ) қиймати.

13.4. Инвестиция лойиҳаларининг ҳаётий цикли

Тўлиқ шаклланган, якунига етган инвестиция лойиҳасини тузиш ва амалга ошириш умумий ҳолда қуйидаги босқичларни ўз ичига қамраб олади (13.6-расм):

- инвестиция ғоясини шакллантириш;
- инвестицион имкониятларни тадқиқ этиш;
- инвестиция лойиҳасини техник-иқтисодий асослаш;
- шартнома ҳужжатларини тайёрлаш;
- лойиҳа (ишчи) ҳужжатларини тайёрлаш;
- қурилиш-монтаж ишлари;
- объектни ишга тушириш ва инвестиция лойиҳаси (иқтисодий кўрсаткичлар) мониторингини олиб бориш.

Инвестициялаш нуқтаи назаридан инвестиция лойиҳаларини танлаб олиш ва амалга ошириш услубияти ва уни ишлаб чиқиш масалалари ғоят муҳим ҳисобланади. Жаҳон амалиётида фақат ҳаётий муҳим лойиҳаларни амалга ошириш зарурлигини кўрсатадиган ва кенг тарқалган инвестиция лойиҳалари цикли концепцияси мавжуд.

Инвестиция лойиҳаларини бошқариш услубиятининг «лойиҳа цикли концепцияси» ва «лойиҳа таҳлили» кўринишларида кенг тарқалган. Ушбу концепциялар инвестицияларнинг иқтисодий

13.6-расм. **Инвестиция лойиҳасини тузиш ва амалга оширишнинг умумий босқичлари.**

мазмуни ва моҳиятидан келиб чиққан ҳолда пул оқимларини вақтли қиймати концепцияси асосида ташкил этилади.

Инвестиция лойиҳаларининг кўлами, тузилмаси, ресурслари, қиймати ва бошқаларга қараб уларни бошқаришнинг махсус усулларига эҳтиёж ортиб боради. Бошқариш аслида қўйилган мақсадларга эришиш вазифасини, лойиҳани амалга ошириш муаммоларини бартараф этиш, ҳуқуқлар ва масъулиятларни жамлаш вазифаларини кўзлайди. Мамлакат иқтисодиётининг глобаллашуви ва интеграциялашуви, лойиҳаларни амалга оширишда чет эллик шериклар, турли субъектлар, молия институтларининг иштирок этиши, улар харакатларини ва фаолиятларини мувофиқлаштиришни талаб этади.

«Лойиҳа» дейилганда бутун дунёда, ресурслар ва вақт бирлиги билан чекланган, назарий ишланмалар билан асосланган ва «лойиҳа цикли» концепцияси кўринишида таърифланган белгиланган жараённи тайёрлаш ва мақсадли фаолиятни амалга ошириш тушунилади.

Инвестиция лойиҳаси цикли лойиҳани тайёрлаш, ишлаб чиқиш, экспертизадан ўтказиш, амалга ошириш (музокаралар, бажариш) ва баҳолаш босқичларини, шунингдек лойиҳани амалга ошириш натижаларини баҳолаш мумкин бўлган турли хил нуқтаи назарлар ва мезонларни қамраб олади.

Инвестиция лойиҳасининг ҳаётий йўли лойиҳа циклини яратадиган, муайян изчилликдан иборат бўлган ўзига хос босқичларга эга. Лойиҳа базавий моделга (Баум цикли) ёки DRMS цикли (Develorment Rgojest Manajment Setrge), Рондинелли цикли, Гудман ва Лав циклига (Интеграциялашган лойиҳавий режалаштириш ва бошқариш цикли), ЮНИДО (United Nations Indastrial Development Organization) диаграмма-тизими, Мак Артур диаграммасига эга бўлиши мумкин. Юқорида санаб ўтилган лойиҳа циклларида ўзаро ўхшаш томонлар кўп, лекин уларнинг ҳар бирида ўзига хос мақсадларни кўзлайди. Уларнинг ҳаммасида фаолиятнинг циклик характери тўғрисидаги ғоя илгари сурилади, шу билан бирга турли туман ва айни пайтда ўзгариб турадиган фикрлар янги маъно касб этади.

Инвестиция лойиҳаси, биринчидан, мақсадли йўналтирилган фаолият, иккинчидан, бу фаолият вақт бирлиги ва ресурслар билан

деярли чекланган, учинчидан эса, ундан келадиган наф қилинган харажатлардан доимо ортиқ бўлади. Чунки, келажакдаги даромадлар бугунги пул қийматлари билан ўлчанган бўлиб, замонавий харажат оқимларидан юқори бўлиши назарда тутилади.

Инвестиция лойиҳаси ўзаро боғлиқ бўлган тадбирлар мажмуидан иборат бўлиб, чекланган давр давомида, белгиланган бюджет ҳисобидан, қўйилган вазифаларни ҳал қилишга қаратилган аниқ мақсадни назарда тутади. Яъни, инвестиция лойиҳалари бошқа тадбирлардан қуйидагилар билан ажралиб туради:

- мақсади, унга эришиш ички кучи ва уни белгиланган вақт мобайнида амалга ошириш имкониятлари билан;
- белгиланган давр мобайнида лойиҳанинг ноёблиги ва танҳолиги даражаси ҳамда белгиланган вақтнинг ўзининг чекланганлиги билан;
- ҳар қандай тирик мавжудот каби унинг ҳам ҳаётий циклга эгалиги билан.

Лойиҳани ишлаб чиқиш дастлабки муҳандисликни лойиҳалаш, иқтисодий ва молиявий имкониятларни таҳлил қилиш, бошқаришнинг маъмурий тизимларини кўриб чиқиш, лойиҳанинг атроф-муҳитга, маҳаллий аҳолига таъсирини баҳолаш ва бошқаларни ўз ичига олади. Бу босқичда лойиҳаларни қониқарсиз чиққан вариантларини яроқсизга чиқариш ва энг мақбулларини батафсил ўрганиш зарурати келиб чиқади.

Лойиҳани молиялаштириш ва тегишли қарорлар қабул қилиш, муаммоларини тадқиқ этишда лойиҳанинг ҳаётийлик цикли бошланғич тушунча ҳисобланади. Лойиҳани босқичларга бўлиш ғоят хилма-хил бўлиши мумкин. Асосий нарса шундаки, бундай бўлиш энг муҳим назорат нуқталарини очиб берадиган бўлсин, бу босқичлардан ўтиш вақтида қўшимча ахборотларни қараб чиқиш ва лойиҳани ривожлантиришнинг имкони бўлган йўналишларини баҳолаш мумкин бўлсин.

Жаҳон амалиётида лойиҳаларнинг мураккаблигига қараб, уларни бошқаришнинг турли усулларидан фойдаланилади. Лойиҳаларни барча мавжуд бошқариш усуллари назарда тутилган натижаларга қаратилади, ҳуқуқ ва бурчларнинг жамланганлигига, матрицали ташкил этилганлигига, тўқнашувлар ва муаммоларнинг олдини олишга қаратилади. Лойиҳаларни ишлаб чиқиш, улар самарасини

белгилаш, уларни танлаш ва амалга ошириш, шунингдек, уларни ички ва ташқи ресурслар ҳисобидан молиялаштиришда мамлакатнинг халқаро бозорга чиқиши кучли замин ва асос ҳисобланади. Лойиҳанинг келажакка қаратилиши унинг олдиндан айтиб бериш мумкин эмаслигидан далолатдир, шу сабабли инвестиция лойиҳасининг сифат тавсифларини ҳисобга олиш муҳим.

Лойиҳа юзага келган вақтдан токи у тугатилган вақтга қадар ўтган вақт оралиғига лойиҳанинг ҳаёт цикли дейилади. Лойиҳа босиб ўтиши лозим бўлган ҳолатларга эса фазалар, босқичлар дейилади.

Инвестиция лойиҳалари ҳаёт цикли қуйидаги босқичларда бўлиши мумкин (13.7-расм):

1. Инвестиция олди босқичи.

а) инвестиция имкониятларини таҳлил қилиш;

б) дастлабки техник иқтисодий асослаш;

в) техник иқтисодий асослаш;

г) маркетинг тадқиқотларини олиб бориш;

д) инвестиция имкониятлари тўғрисида ҳисобот.

2. Инвестиция босқичи.

а) музокаралар олиб бориш ва шартномалар тузиш;

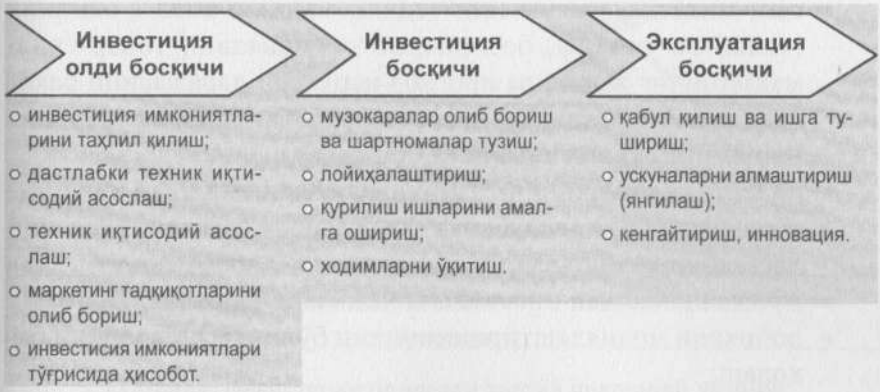
б) лойиҳалаштириш;

в) қурилиш ишларини амалга ошириш;

г) ходимларни ўқитиш.

3. Эксплуатация босқичи.

а) қабул қилиш ва ишга тушириш;



13.7-расм. **Инвестиция лойиҳалари ҳаёт цикли босқичлари.**

б) ускуналарни алмаштириш (янгилаш);

в) кенгайтириш, инновация.

Лойиҳа концепциясини ишлаб чиқиш лойиҳанинг якуний мақсадларини ва бу мақсадларга эришиш йўлларини белгилашни ўз ичига олади. Бунда муқобил мақсадлар кўриб чиқилади, ҳажмлар, муддатлар, фойда ҳажми миқдор жиҳатдан солиштирилади.

Лойиҳани яшовчанлигини баҳолаш дастлабки техник иқтисодий асослаш мазмунини ташкил этади. Бунда бир неча муқобил вариантлар кўриб чиқилади ва қиймати ҳамда фойда бўйича баҳоланади. Лойиҳани режалаштириш босқичида лойиҳа бўйича ишлар режаси тузилади. Бу режада ишларни таркибий ва вақт бўйича босқичлари, ижрочилари аниқланади.

Лойиҳани ишлаб чиқишни турли босқичларида турли даражадаги аниқликка, хатоликка эришилади ва қалтисликка йўл қўйилади.

Шундай қилиб, инвестиция лойиҳасининг вужудга келиши ва уни тугатилиши ўртасидаги оралиқ вақт инвестиция лойиҳаси ҳаётий цикли деб аталади.

Инвестиция лойиҳасини амалга ошириш харажатларини тақсимлаш нуқтаи назаридан инвестиция лойиҳаси ҳаётий циклини қуйидаги таркибий босқичларга ажратиш мумкин:

Тайёргарлик (инвестиция лойиҳаси концепцияси ва режалаштириш) босқичи инвестиция лойиҳалаштиришнинг бошланғич босқичи бўлиб, унда қуйидаги тадбирлар амалга оширилади:

- истиқболли ҳудудий бозорларни танлаб олиш;
- кенг миқёсдаги маркетинг тадқиқотларини амалга ошириш (талаб ва таклиф, бозорларни сегментлаш, товар (хизматлар)нинг жорий ва прогноз нархлари даражасини баҳолаш, талаб эластликлиги, асосий рақобатчилар ва уларнинг маркетинг стратегиялари ва бошқалар);
- инвестиция ғоясини дастлабки асосларини ишлаб чиқиш;
- туман, вилоят ва республика даражасида инвестиция ғоясини дастлабки келишувларга эришиш;
- мўлжалланаётган инвестиция ҳажмини баҳолаш;
- лойиҳани молиялаштириш мумкин бўлган манбаларини баҳолаш;
- хорижий валютага бўлган талабни баҳолаш;

- лойиҳани амалга ошириши мумкин бўлган компанияларни дастлабки танлаб олиш;
- техник ечимларни инновацион, патент ва экологик таҳлил қилиш;
- инвестициялар самарадорлигини дастлабки баҳолаш;
- лойиҳани амалга ошириш билан боғлиқ рискларни баҳолаш;
- компаниялар инвестиция имкониятларини баҳолаш;
- инвестиция лойиҳа кўрсаткичларини аниқлаш;
- инвестициялаш шартларини аниқлаш;
- салоҳиятли инвесторлар учун инветиция таклифларини тайёрлаш;
- аниқ инвесторларни танлаш;
- лойиҳани амалга ошириш бўйича ташкилий-ҳуқуқий шакллари ва иштирокчилари таркиби бўйича таклифларни тайёрлаш;
- лойиҳани амалга оширишни тўхтатиш шартларини аниқлаш.

Тайёргарлик босқичининг давом этиш муддати инвесторга боғлиқ бўлиб, одатда у мамлакатнинг инвестиция жозибадорлиги ҳамда ҳукумат ва тадбиркорлик тузилмалари билан бевосита боғлиқ.

Умуман олганда, ушбу босқичга лойиҳанинг умумий харажатларни 3%дан 5%гача қисми тўғри келади (13.8-расм).

13.8-расм. **Инвестиция лойиҳаси ҳаётий циклининг умумий харажатлардаги тақсимоти.**

Лойиҳаштириш босқичи энг мураккаб босқич ҳисобланади. Лойиҳани ишлаб чиқиш ва келишишда иштирок этувчи ташкилотларнинг кўплиги лойиҳани амалга ошириш учун рухсат олиш билан боғлиқ жараёнларда жуда катта меҳнат талаб қилади. Бундан ташқари кўпинча ушбу босқич ҳуқуқий базанинг такомиллашмаганлиги ва бюрократик тўсиқлар ҳисобига лойиҳа объекти қурилиши муддати билан тенг бўлиб қолади.

Авваламбор, жойлашув қулайлиги (магистрал транспорт йўли, муҳандислик коммуникациялари, малакали иш кучининг мавжудлиги, корхонанинг истиқболдаги ривожланиши ва бошқалар) бўйича компания талабларига жавоб берадиган объект қурилиши учун ер участкасини танлаб олиш зарур. Шунингдек, ушбу ер участкада корхонани жойлаштириш бўйича жойлардаги ҳокимият органлари розилигини олиш. Шундан сўнг ер участкасини мақсадли фойдаланиш учун яроқлилигини аниқлаш мақсадида муҳандислик-геологик, экологик, иқлим ва бошқа изланишлар олиб борилади.

Юқорида келтирилган саволларга ижобий хулосалар олингандан кейин инвестиция лойиҳасининг техник-иқтисодий асосларини ишлаб чиқишга ўтилади ва у қуйидагиларни ўзида акс эттириши лозим:

- дастлабки рухсат берувчи ҳужжатларни (ердан фойдаланиш ҳуқуқини расмийлаштириш, муҳандислик коммуникацияларга уланишга техник шартларни олиш) тайёрлаш;
- маҳсулот ишлаб чиқариш дастурини (ишлаб чиқариладиган маҳсулотлар ҳажми ва номенклатурасини асослаш, мавжуд ишлаб чиқариш қувватларини ишга тушириш, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш бўйича таклифлар, хорижий технологияларни сотиб олиш, ишлаб чиқаришни кенгайтириш) тайёрлаш;
- ишлаб чиқариш жараёнларини (фойдаланиладиган технологиялар, хом ашё ва бошқа материаллар, бутловчи қисмлар, энергия ресурслар) тавсифлаш;
- техник (шу жумладан, бош режа) ва технологик хулосаларни ишлаб чиқиш, технология ва ускуналар таркибини таҳлил қилиш;
- шаҳарсозлик, архитектура-режалаштириш ва қурилиш хулосалар;

- атроф-муҳитни сақлаш бўйича чора-тадбирларни тайёрлаш;
- фавқулотда вазиятларда ва фуқаролар мудофааси бўйича чора-тадбирларни тайёрлаш;
- қурилиш ташкилотини тавсифлаш;
- фуқаролик уй-жой қурилиши зарурати бўйича маълумотларни тайёрлаш;
- корхонани бошқариш, ишчилар ва хизматчилар меҳнатини ташкил қилиш тизимни тавсифлаш;
- смета-молиявий ҳужжатларни тайёрлаш (шу жумладан, ишлаб чиқариш харажатларини баҳолаш; капитал харажатлар, корхона фаолиятидан йиллик тушумлар ва айланма маблағларга бўлган талабни ҳисоблаш);
- инвестиция имкониятларининг дастлабки асосларини ўзида акс эттирган ҳисоботни тайёрлаш.

Тайёрланган техник-иқтисодий асослар назорат ва маъмурий органлар билан келишилгандан кейин, тегишли давлат экспертизасидан ўтиши лозим. Ушбу экспертизадан ижобий хулосалар олингандан кейин буюртмачи томонидан тасдиқланади ва инвестиция лойиҳаси учун маблағ киритиш бўйича қарор қабул қилинади.

Ушбу босқичда лойиҳа қийматининг 20%игача харажат қилинади.

Инвестиция лойиҳасининг ***қурилиш*** ва ***якунлаш босқичи***, одатда меъёрий муддатларга кирмайди, сабаби пудратчи-компаниялар учун шартнома шартларини бузиш манфаатли эмас. Жумладан, ушбу босқичдаги қуйидагилар амалга оширилади:

- қурилиш хизматлари бозорини таҳлил қилиш ва салоҳиятли пудратчилар билан музокаралар олиб бориш;
- тендер савдолари;
- пудратчилар билан шартномалар тузиш;
- ишчи ҳужжатларни тайёрлаш;
- қурилиш материаллари ва конструкциялари, ностандарт технологик ускуналар ишлаб чиқарувчи ва етказиб берувчиларни аниқлаш;
- қурилиш ишлаб чиқаришини ташкил этиш;
- қурилиш-монтаж ва ишга тушириш ишлари;

- бажарилган ишлар сифатини техник ва муаллифлик назоратини амалга ошириш;
- тугатилган қурилиш объектини давлат қабул қилиш комиссиясига топшириш.

Ушбу босқич энг харажатли босқич бўлиб, қурилиш учун лойиҳанинг умумий харажатларидан 60%и, якунлаш босқичига эса, 12%и тўғри келади.

Умуман олганда, инвестиция лойиҳаларнинг ҳаётий циклини қисқартириш лойиҳа доирасида иштирок этаётган барча иштирокчилар, яъни инвестордан тортиб, то маъмурий ва назорат органларининг асосий мақсади бўлмоғи лозим.

13.5. Инвестицион рисклар ва уларни баҳолаш усуллари

Инвестиция лойиҳаси капитал ва жорий харажатлар, ишлаб чиқарилган маҳсулотни сотиш ҳажми, маҳсулот нархи ва лойиҳани аниқ белгиланган бажариш муддатига асосланиб ишлаб чиқилади. Ушбу ишларнинг сифати ва асослилигидан қатъий назар, лойиҳани амалга ошириш билан боғлиқ жараёнларнинг келажакдаги ривожланиши ҳар доим ҳам ноаниқ бўлади. Шу сабабли, инвестицияларни лойиҳалаштириш амалиётида ноаниқлик ва рисклар ҳисобга олинади.

Ноаниқлик деганда келажакда муайян воқеалар ривожланишидаги ноаниқлик ҳолати, корхона ривожланишининг асосий кўрсаткичлари ва миқдорларини, шу жумладан инвестиция лойиҳасини амалга оширишда аниқ башорат қилишнинг мумкин эмаслиги тушунилади. *Ноаниқлик* – бу бир томондан, ҳар қандай тадбиркорлик фаолиятининг воситаси бўлган объектив ҳодиса, бошқа томондан, ҳар қандай тадбиркорнинг доимий «бош оғриғи» учун сабабдир. Ноаниқликни тўлиқ йўқ қилиш, яъни бизнесни самарали юритиш учун шарт-шароитларни яратиш ҳар бир тадбиркор учун муҳим вазифадир.

Риск деганда баъзи бир исталмаган воқеа юз бериши мумкинлиги тушунилади. Тадбиркорлик фаолиятида риск одатда корхона ўз ресурсларининг бир қисмини йўқотиши, режалаштирилган даромаднинг камайиши ёки маълум ишлаб чиқариш ва молиявий

фаолият натижасида қўшимча харажатлар пайдо бўлиши билан белгиланади. *Риск* – бу бозор муҳитининг ўзгармас хусусиятидир. Рискнинг асосий турлари қуйидагилардан иборат:

- компаниянинг мижоз олдидаги мажбуриятларини бажара олмай қолиш эҳтимоли билан боғлиқ ишлаб чиқариш риски;
- компания фаолиятини молиялаштириш учун қарз маблағларидан фойдаланиш натижасида компаниянинг инвесторлар олдидаги молиявий мажбуриятларини бажара олмай қолиш билан боғлиқ молиявий риск;
- ўз ва сотиб олинган қимматли қоғозлардан иборат бўлган инвестицион ва молиявий портфелнинг мумкин бўлган амортизацияси билан боғлиқ инвестицион риск;
- фонд бозорида фоиз ставкалари ва валюта курсларининг ўзгариши билан боғлиқ бозор риски;
- мамлакатдаги беқарор сиёсий вазият туфайли тадбиркорлар ва инвесторлар учун мумкин бўлган йўқотишлар билан боғлиқ бўлган сиёсий риск. Янги сиёсий партияларнинг ёки янги ҳаракатнинг ҳокимиятга келиши, инвестицион фаолиятни тартибга солувчи қатор иқтисодий қонунларнинг ўзгаришига олиб келиши мумкин. Солиқ имтиёзлари бекор қилиниши ва ҳукумат устуворлиги ўзгариши мумкин.

Инвестицион риск деганда инвестицион маблағларнинг бир қисми ёки барчасини йўқотиш ҳолати юзага келиши мумкинлиги тушунилади. Инвестицион риск умумий молиявий рискнинг таркибий қисми бўлиб, ўзида молиявий йўқотишлар эҳтимолини ва инвестициялардан даромадларни тўлиқ ололмаслик ёки қўшимча инвестицион харажатларнинг пайдо бўлишини намоён этади.[1]

Капитал қўйилмалар риски – бу маълум бир тадбиркорлик фаолиятининг рискидир ва инвестициялардан керакли даромадни ола олмаслик қобилияти билан боғлиқ. Ушбу риск юқорида келтирилган барча риск турларини ўз ичига олади.

Умуман олганда, инвестиция лойиҳасининг барча иштирокчилари лойиҳанинг тўлиқ бажарилмаслиги ёки ҳеч бўлмаганда

[1] *А.В.Вахабов, Ш.Х.Хажибакиев, Н.Г.Мўминов.* Хорижий инвестициялар. Ўқув қўлланма. / и.ф.д., профессор А.В.Вахабовнинг умумий таҳрири остида. – Т.: «Молия», 2010. 165–167-б.

ўзлари учун йўқотишнинг олдини олишдан манфаатдор. Беқарор ва тез ўзгарувчан вазиятда инвестицион фаолият субъектлари йўқотишларга олиб келадиган барча омилларни ҳисобга олишга мажбур бўладилар. Шундай қилиб, рискларни таҳлил қилишнинг мақсади – потенциал инвесторларга лойиҳада иштирок этишнинг мақсадга мувофиқлиги тўғрисида қарор қабул қилиш учун зарур маълумотларни бериш ва мумкин бўлган молиявий йўқотишлардан ҳимоя қилиш чораларини кўришдир.

Лойиҳавий рисклар – булар инвестицион лойиҳаларни амалга оширишга таҳдид солувчи ва уларни самарадорлигини пасайтирувчи рисклар йиғиндисидир.

Рискларни таснифлашда қуйидаги жиҳатларга эътибор қаратилади:

- лойиҳавий имкониятнинг босқич ва фойдаларига кўра;
- лойиҳалар риски иштирокчиларининг риск омиларига таъсир даражаси;
- рисклардан ҳимояланиш имкониятлари нуқтаи назарига кўра, икки суғурталанган ва суғурталанмаган турларга ажратилади.

Лойиҳалар рискларини қуйидаги турларга бўлиши мумкин ва уларни алоҳида кўриб чиқамиз (13.9-расм).

1.*Лойиҳа иштирокчилари риски*. Лойиҳа иштирокчиларидан бирининг ўз мажбуриятини ўз вақтида бажармаслигидир. Натижа-

13.9-расм. **Лойиҳалар рисклари турлари.**

да бутун бир лойиҳа самарасиз бўлиши мумкин. Бу риск олдини олиш лойиҳа менежери назорати остида бўлади: Бунда

- лойиҳа иштирокчиларини синчковлик билан танлаш;
- иштирокчилар ўртасидаги шартномаларда кўрсатилган қоида бузилишларга жарима солиш механизмини кўриб чиқиш;
- вазиятдан келиб чиқиб иштирокчиларни ўзгартириш чораларини мунтазам кузатиш;
- лойиҳа иштирокчиларини лойиҳавий рискларни суғурталашга мажбур этиш;
- имкониятга қараб бўйсунувчи компания учун компаниядан мажбурият талаб қилиш керак бўлади.

2. *Юқори қийматлилик риски.* Бу риск унсурлари қуйидагилардан иборат:

- лойиҳалаштиришдаги хатоликлар;
- мавжуд ресурслардан самарали фойдалана олмаслик;
- лойиҳанинг амалга оширилиш шартларидаги ўзгаришлар (нарх ошиши, солиқ кўтарилиши) ва бошқалар.

Бу амалда кўп учрайдиган рисклардан биридир.

3. *Бевақт тўхтатилиш риски.* Бу риск сабабларига қуйидагиларни киритиш мумкин:

- лойиҳалаштиришдаги хатоликлар;
- мажбуриятларга амал қилмаслик;
- ташқи шартларнинг ўзгариши (лойиҳани экологик сабабларга кўра ёпилишини талаб этилиши, қоғозбозлик) ва бошқалар.

4. *Конструкторлик ва технологик рисклар.* Конструкторлик риски – лойиҳани тайёрлаш фазасидаги технологияси мавжуд эмаслигидир. Технологик риски – объект эксплуатациясида техник-иқтисодий параметрлардан чекиниш режимидир.

5. *Ишлаб чиқариш риски.* Бу ишлаб чиқариш жараёнидаги вужудга келган тўқнашувлар билан боғлиқ рисклар. Ишлаб чиқариш жараёнларининг бир маромда бўлмаслиги ва ҳатто тўлиқ тўхтаб қолиши билан характерланади. Уни қуйидаги турларга ажратиш мумкин:

- геологик риск қазиб олиш миқдоридаги захираларни ноаниқ белгиланиши;

- экологик риск экологик стандартларни бузилиши натижасида давлатга тўланган харажатларни ошиб кетиши.

6. *Бошқарувчилик риски.* Бу риск ишлаб чиқариш рискининг бир тури бўлиб, бошқарув ходимларида малака ва тажрибанинг етишмаслиги билан характерланади.

7. *Ортиқчалик риски.* Бу риск лойиҳавий махсулотни сотилиш миқдори ва нархини тушиши билан боғликдир. Бу риск бозор конъюнктурасини ўзгариши деб ҳам аталади.

8. *Молиявий рисклар.* Бу рискнинг асосий турлари лойиҳавий фаолият билан боғликдир ва у қуйидаги турларга бўлинади: кредит риски; валюта риски; фоиз ставкаси ўзгариши риски; қайта молиялаш рисклари.

Кредит риски – бу лойиҳавий компаниянинг банк олдидаги тўлов мажбуриятини қисман ёки умуман бажарилмаслигидир.

Валюта риски – бу лойиҳавий маҳсулотни сотилишидан келиб тушган валютани кредит валютаси билан мос келмаслигидир. Ҳукумат миллий валютада сотишни талаб этсагина ҳаракатга келади.

Фоиз ставкасини ўзгартириш риски – бу риск кредит ресурсларини сузиб юрувчи курсда фойдаланишида келиб чиқади.

Қайта молиялаш риски – ташаббускор банк саноатдаги турли қийинчиликларни ҳисобга олиш ва ўзи мажбур бўлиб қолиш мумкин.

Қуйидагилар молиявий рискларни бошқариш тамойиллари ҳисобланади:

- рискларни онгли равишда қабул қилиш ва бошқарилувчанлик;
- бошқарувнинг мустақиллиги;
- қабул қилинган риск даражасининг даромадлиликка мослиги;
- компаниянинг молиявий имкониятлари билан таққосланиш;
- бошқарувнинг тежамкорлиги;
- вақт омили ҳисоби;
- компаниянинг молиявий стратегияси ҳисоби;
- рискни етказиш имконияти.

9. *Давлатлараро риск* – бу ташқи лойиҳавий риск билан бевосита боғлиқ бўлиб, унга кўра давлат сиёсати ёки лойиҳа амал қиладиган ҳудуддаги ҳолат ўзгариши мумкин.

10. *Маъмурий риск* – бу ташқи даражадаги риск билан боғлиқ бўлиб, унга кўра лойиҳани амалга ошириш мақсадида зарур бўлган барча турдаги лицензияларни давлатдан ва халқаро миқёсда олиниши кўзда тутилади. Баъзи ривожланаётган давлатларда бу ҳолат коррупция билан ҳам боғлиқдир.

11. *Ҳуқуқий риск.* Лойиҳаларни амалга оширишда амал қиладиган миллий қонунчилик ва халқаро ҳуқуқий нормалар билан боғлиқдир. Бу риск қонунларнинг мустаҳкам эмаслиги ва тез ўзгарувчанлиги оқибатида юзага келади.

12. *Форс-мажор риски.* Ташқи даражадаги риск турларига бевосита боғлиқ. Улар қуйидагилардан иборат: ер қимирлаши, офатлар, ёнғинлар ва бошқалардир. Бунга яна табиий бўлмаган қайта қуриш, революция каби ҳолатлар ҳам киради.

Лойиҳани бошқариш – бу синтетик интизом бўлиб, ихтисослашган ва профессионал билимлар тўпламидир ва бунда рискларни бошқариш муҳим аҳамият касб этади.

Бугунги кунда рискларни бошқариш бўйича етарли даражада яхши таркиб топган фаолият турлари мавжуддир. Булар қуйидаги асосий йўналишларни ўз ичига олади:

- идентификация;
- рискларни баҳолаш;
- риск бошқарувида мақсад ва инструмент танлаш;
- рискнинг олдини олиш ва назорат қилиш;
- рискни молиялаштириш;
- натижалар баҳоси.

Биринчи ва иккинчи йўналишлар риск таҳлили ҳисобланади, бунда идентификация риски – сифат таҳлили бўлса, риск баҳоси – миқдорий таҳлилдир.

Риск таҳлиллари ичида энг кўп учрайдиган рискни назарий бошқаруви бўлиб статистик усуллар ҳисобланади. Усуллар: статистик текширув Монте-Карло экспорт усулларини баҳолаш аналитик усул алоқадор рискларни катталиги таҳлили муҳим босқичлардан бири бўлиб, рискни бошқаришда чоралар ва усуллар босқичи ҳисобланади.

13.10-расм. **Риск бошқарувининг асосий гуруҳлари.**

Рискларни бошқаришда усул ва чоралардан фодаланилади. Қабул қилинган усул доирасида бир неча чоралардан фойдаланиш мумкин. Назария ва амалиётда рискларни бошқариш тўртта асосий гуруҳга бўлинади: сиқиб чиқариш риски; рискни олдини олиш ва назорат; риск суғуртаси; рискни сингдириш (13.10-расм).

Рискни олдини олиш ва назорат олдиндан белгиланган режа ва дастур асосида ташкилий техник тадбирларни кўзда тутади. Булар жумласига қуйидаги тадбирлар киради: риск мониторинги, риск башорати, таҳдид солаётган хавфдан бошқармани хабардор этишнинг олдини олиш ва назорат доирасида махсус ташкилий техник тадбирлар ўтказиш. Натижаларни баҳолаш мавжуд лойиҳа доирасида риск – менежментининг якуний қисми ҳисобланади.

Рисклар таҳлили инвестиция жалб қилиш босқичларидан ўрин олган. Айни вақтда бу таҳлилнинг объекти бўлиб, инвестицион ва ишлаб чиқариш босқичларидаги рисклар ҳамда лойиҳаларнинг ёпилиш босқичидаги рисклар ҳисобланади. Таҳлил ўтказиш вақтида бу босқичлар ўртасидаги масофа шуни билдиради:

- баъзи рисклар идентификация босқичида ҳисобга олинмаган бўлиши мумкин;
- лойиҳани амалга ошириш шартларни ўзгариши натижада баъзи рисклар номувофиқ бўлиши мумкин;
- лойиҳага ўтказилган ўзгаришлар натижада баъзи рисклар тўғри келмаслиги мумкин;
- риск бўйича янги олинган ахборот, бу рискни қайта кўриб чиқиш лозим.

Лойиҳанинг комбинациялашган хусусияти. Бу омилни лойиҳавий риск бошқарувида ҳисобга олиниши инвестиция лойиҳасининг бошланғич босқичида риск таҳлили воситасида кўриб

чиқиш лозим. Лойиҳа доирасидаги турли хил фаолиятларга алоқадор ҳолда: илмий изланиш, ишлаб чиқариш, молиявий ва бошқаларни амалга ошириш лозим.

Юқоридаги лойиҳавий хусусиятларни ҳисобга олиб, қуйидаги хулосага келиш мумкин:

- лойиҳавий риск таҳлили алоҳида лойиҳавий фаолиятда рискни бошқариш босқичи сифатида эмас, балки бутун лойиҳа мобайнида бош тамойил бўлиши лозим.
- лойиҳа иштирокчиларининг кўплиги асосий (лойиҳавий компания, лойиҳа хомийлари ва кредиторлар) ва иккиламчи (истеъмолчилар, етказиб берувчилар ва бошқалар) иштирокчилар ўртасидаги зиддиятларга олиб келиши мумкин. Жумладан:

биринчидан, ҳар бир иштирокчи бошқалардан фарқли ўлароқ ўзига хос рискга эга.

иккинчидан, ҳар бир иштирокчига тўғри келадиган юқори риск даражаси иштирокчилар ўртасидаги занжирга боғлиқ.

учинчидан, ҳар бир иштирокчи учун лойиҳанинг бошқа иштирокчилари ўзига хос риск олишдир.

Будан хулоса чиқарган ҳолда, шунга мувофиқ тавсиялар бериш мумкин. Жумладан:

- барча лойиҳа иштирокчилари риск шароитида бир таҳлил услубидан фойдаланишлари ҳамда субъектив рискни минималлаштириш ва умумий мақсадга эришиш лозим;
- иштирокчилар ўртасидаги риск тақсимоти ҳеч бўлмаса, умумий кўринишда инвестиция лойиҳасининг бошланғич босқичида амалга оширилиши мумкин. Агар риск тақсимоти бўйича музокаралар кейинроққа қолдирилса, лойиҳа сақланиб қолишда тўхтаб қолиши ва сарфланган ҳаражатлар беҳуда кетиши мумкин.

Риск тақсимоти нарх келишиш каби операциялардан ҳам муҳимроқ. Жумладан:

- рискни тақсимлашда уни иштирокчилар зиммасига алоҳида-алоҳида ёки умуман бўлиб ташлашни ўзи бўлмайди, чунки бир иштирокчининг ўз вазифасини бажармаслиги бошқаларни ҳам ўзига тортиб кетади ва ҳамма жабр кўради. Шунинг учун иштирокчилар манфаатлари мос кела-

диган муҳит яратиш лозимки, улар ўзларини «бир қайиқда» деб билиши керак;

- ҳар бир иштирокчи қай даражада бўлмасин рискнинг хусусий омили бўлиб ҳисобланади, ташаббускор ҳамкор танлашда ҳамкорларнинг бу иш борасидаги тажрибаси, мутахассислиги омилларига эътибор бериши ҳамда ҳамкорликнинг иқтисодий аҳволини албатта биринчи навбатда кўриб чиқиш лозим.

Лойиҳавий фаолиятнинг халқаро хусусияти шундан иборатки, лойиҳа иштирокчилари турли давлат ҳуқуқчилигига бўйсунишлари ҳамда халқаро ташкилотлар статусларига эга бўлишлари мумкин.

Лойиҳавий фаолиятнинг интернационаллашуви халқаро меҳнат тақсимотини чуқурлашиши билан трансмиллий компанияларни жаҳон иқтисодиётидаги ўрнини кучайтириш, лойиҳаларни қўллаб-қувватлашда халқаро молия институтларнинг аҳамиятини ўсиши билан шартланади. Лойиҳавий фаолиятнинг хусусиятлари юқорида эслатиб ўтилган риск-менежмент босқичларида ўз аксини топади. Хусусан:

- рискларни идентификациялаш, яъни таҳлил омилларини аниқлаш, риск кўринишларини, босқичларини риск ўсиши мумкин бўлган шароитда аниқлаш мумкин;
- рисклар турли туманлиги (ҳар бир лойиҳа учун)га қарамай, бир хил турдаги лойиҳаларда юзага келадиган рисклар етарли даражада андозалашган;
- рискнинг таҳлилий жараёнини расмийлаштириш учун турли риск матрицалари ишлаб чиқилган, уларда лойиҳавий рискларни кўринишлари ечимлари, соҳалари ва уларни амалга ошириш вақтлари кўрсатилган.

Лойиҳавий фаолиятда рискни баҳолашда асосан қуйидаги усуллардан фойдаланилади:

- «лойиҳанинг таъсирчанлик таҳлили»дан фойдаланилади. Унга кўра «зарарсизлик нуқта»сини аниқлаш, барқарорликни текширишни аниқлаш кўзда тутилди. Таъсирчанлик таҳлили, лойиҳанинг таъсирчанлик даражаси, лойиҳада белгиланган ўхшаш параметрлардан бирини ўзгариши, лойиҳа таъсирчанлигини қай даражада ўзгаришини аниқлаб беради.

- «зарарсизлик нуқта»сини аниқлаш, яъни бу усул ёрдамида маҳсулот сотувидан келиб тушган фойда ва уни ишлаб чиқаришга кетган харажатларни тенглиги яъни сотув ҳажмини аниқлаш мумкин. Зарарсизлик нуқтаси таҳлили лойиҳавий қудрат ёки ишлаб чиқариш ҳажмини аниқлаш учун хизмат қилади.
- барқарорлик назорати усули лойиҳа иштирокчилари учун бирмунча хавфли бўлган лойиҳани ўсиш сценарийсини ишлаб чиқаришни кўзда тутади.

Тадбиркорлик фаолияти риски ёки бизнес-риск (BR) – ўзига хос ва макроиқтисодий омиллар таъсири натижасида вужудга келадиган ҳамда молиялаштириш усулидан қатъий назар, ҳар қандай инвестиция лойиҳасига хос бўлган кутилаётган натижалар олишнинг ўзгарувчанлиги билан тавсифланадиган барча риск турларини қамраб олади.

Молиявий риск (FR) – акциядорларга (мулк эгаларига) юкланадиган, корхона мажбуриятларини тўламаслик билан боғлиқ қўшимча риск.

Инвестиция лойиҳаларини амалга оширишдан олдинги тадқиқотларда узоқ муддатли инвестициялар фоиз рисклар миқдори қуйидаги усуллар асосида ҳисобланади ва баҳоланади (13.11-расм):

- инвестицион жалб этувчанлик таҳлили (sensitivity analysis);
- зарарсизлик даражаси таҳлили (break - even analysis);
- эҳтимолий тақсимотлар таҳлили;
- имитация моделлари таҳлили (Monte Carlo simulation analysis);
- субъектив рискни тартибга солиш жараёнлари (adjusting the payback period, risk -adjusted discount rate, adjusting cash flows);
- аниқлик эквивалентларидан фойдаланиш (certainty equivalent-approach);
- қарорлар иерархиясини таҳлили;
- стандарт оғишлар, сезувчанлик коэффициентлари ҳисоб-китоби.

Корхонанинг умумий риск даражаси тизимли ва диверсификацияланган риск йиғиндиси билан белгиланади.

13.11-расм. **Узоқ муддатли инвестицияларнинг фоиз рисклари миқдорини ҳисоблаш усуллар.**

Диверсификацияланган риск – турли инвестиция лойиҳаларини яхши диверсификацияланган капитал қўйилмалар портфелига комбинациялаш ҳисобига йўққа чиқариш мумкин бўлган инвестицияланган капитални тўлиқ ёки қисман йўқотиш имкониятидир.

Тизимли риск инвестициялар портфелини диверсификациялаш ҳисобига камайиши ҳисобланади.

Маъқул келадиган риск даражасининг риск даражасига боғлиқлигини CAPM модели ёрдамида аниқлаш мумкин бўлиб, бу инвестициялар бозор портфелининг даромадлилик даражаси ўзгаришларига сезувчанлигига боғлиқ.

Молия бозоридаги операцияларни Интернет-трейдинг орқали амалга ошириш жараёнида хатарлар тез-тез учраб туради.

Биринчи хатарлар интернет-трейдинг орқали молия бозорларидаги операцияларни амалга ошириш жараёнида тармоқлар билан боғлиқ. Маълумки, интернет тармоғи жуда кўп ахборотларни ўзига қамраб олади. Ахборотларни узатиш ва қабул қилиш жараёнида учинчи бир шахснинг бу жараённи ўзгартириши ёки ўзгартирмаслигини кафолатланмайди. Бу эса брокернинг мижозлар учун хизмат доирасини камайтиришга ёки амалга оширилган операция орқали кутилаётган даромадга эриша олмаслигига олиб келиши мумкин.

Иккинчи хатарлар тармоқдаги маълумотлар йўқотилганда, мавжуд бўлмаганда ёки серверниng интернет тармоғи билан алоқани амалга оширадиган каналлари ёпиб қўйилганда вужудга келади. Натижада, амалга оширилган олди-сотди операциялари тўғрисидаги ахборотлар ўз тизимини йўқотиб, мижозларга хизмат кўрсатиш доираси қисқаришига олиб келади. Масалан, брокерлик компаниясининг тармоқдаги маълумотлари йўқолиши ёки бирон киши томонидан ўзгартирилиши, биринчидан, компания иқтисодини издан чиқарса, иккинчидан, мижозларга хизмат кўрсатиш муаммоларини келтириб чиқаради. Агар катта биржанинг тармоғидаги маълумотлари ўзгартирилса, ёки интернет орқали биржадаги олди-сотди операциялари ўзгартирилса, бу бутун бир бозорни ўзгартириб юбориши мумкин. Бу жараён бутун мамлакат молия тизимини издан чиқариши мумкин.

Телекоммуникация хизматларини амалга ошириш жараёнида юзага келадиган яна бир муҳим хатар борлигини ҳам назарда тутиш керак. Мижоз интернет орқали амалга оширган операциясининг маълум бир турдаги пакетини йўқотиб қўйган бўлса, у зудлик билан инвестиция қарорини қабул қилган ҳолда, шу даврдаги барча ахборотлар билан танишиб чиқиши ва тиғиз ёки кутилмаган операцияларни бажаришга йўл қўймаслиги керак. Техник хусусият билан боғлиқ бўлган хатарлар интернет билан амалга оширилган операцияларга таъсир қилмаслиги мумкин. Лекин брокерларнинг электрон тизимидаги қуйидаги йўналишлари, уларнинг иш тартиби, иш фаолиятидаги операцияларнинг ҳимояланиши ва ривожланиши ҳамда иш унумдорлигининг ўсишига таъсир этиши мумкин.

Юқорида кўриб ўтилган хатарлар интернет-трейдинг техник хусусиятлари билан боғлиқ хатарлар бўлиб, маълум маънода олди-сотди операцияларини амалга оширишда иштирок этган ташкилотчи брокерларни ҳам қамраб олади. Олди-сотди операцияларини амалга ошириш жараёнида, техник носозликлар келиб чиқиши, ўзаро шартномаларни белгиланган манзиллар бўйича юбормаслик, алмашиб кетиш ва шунга ўхшаш кўпгина жараёнлар интернет-трейдинг тармоғида техник хатарларни юзага келтиради. Бу эса керакли маълумотлар, шартномалар мижозларга ўз вақтида етиб бормаслигига, иқтисодий инфратузилманинг ўзгаришига олиб келиши мумкин.

Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда интернет-трейдинг тармоғининг аҳамияти жуда катта. Лекин, шу билан бирга, юзага келиши мумкин бўлган хатарли ҳолатлар олдини олиш ҳам муҳимдир. Эҳтиётсизлик натижасида амалга оширилган ҳар қандай операция инвестор – брокер –мижоз ўртасидаги номутаносибликни келтириб чиқариши мумкин. Интернет-трейдингдаги хатарларни олдини олишда, биринчи навбатда, тармоқдаги дастурларнинг ишлаш шароитига эътибор бериш зарур. Хатарнинг олдини олиш учун амалга оширилган операциялар махсус кодлар асосида, учинчи шахсга маълум бўлмаган тарзда сир сақланиши лозим, иккинчидан эса, тармокдаги брокер тизимини ҳимоя қилиш лозим. Интернет-трейдингдаги техник жиҳатдан юзага келадиган хатарлар билан бирга, шу тармоқ орқали амалга оширилаётган операцияларга тўғридан-тўғри таъсир қилувчи хатарлар мавжуд бўлиб, булар биржа савдосига қатнашаётганларнинг мутахассис эмаслиги натижасида келиб чиқади. Бундай хатарларнинг юзага келишига ҳозирги кунда бу соҳа бўйича мутахассисларнинг камлиги сабаб бўлса, иккинчидан, адабиётлар етишмаслиги ҳам соҳа ривожланишига тўсқинлик қилмокда.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда рискларни бошқаришнинг асосий шаклларини таҳлил қиламиз (13.12-расм).

Актив – бу мавжуд ахборотдан фойдаланиш, ҳодисаларни башорат қилиш орқали корхона фаолиятига бевосита таъсир кўрсатиш, салбий оқибатларнинг олдини максимал даражада олишдир.

13.12-расм. **Рискларни бошқаришнинг асосий шакллари.**

Адаптив – юзага келган вазиятга мослашиш, «энг кичик салбий таъсир»ни танлаш, етказиладиган зарарнинг олдини қисман олишдан иборат.

Консерватив – бу бошқарув таъсири риск ҳолатидан кейин келади, зарарни ўзлаштиришга йўналтирилган.

Рискдан қочиш – энг кескин йўналиш бўлиб, у қуйидагилардан ташкил топган:

- риск даражаси жуда юқори бўлган молиявий операцияларни амалга оширишдан воз кечиш;
- катта ҳажмда қарз капиталидан фойдаланишдан воз кечиш;
- айланма воситалар ликвидлиги паст бўлганда кўпроқ жамлашдан воз кечиш;
- вақтинчалик бўш маблағлардан қисқа муддатли қимматли қоғозларда фойдаланишдан воз кечиш (салбий оқибатларга эга – инфляция шароитида пул маблағлари қадрсизланиши ва пулларни қимматли қоғозларга вақтинчалик киритиш туфайли қўлдан чиқарилган фойда).

Лимитлаш – молиявий фаолиятнинг турли жиҳатларини амалга ошириш сиёсатини ишлаб чиқиш жараёнида мос келувчи ички молиявий меъёрларни белгилашдир ва бу қуйидагиларда ўз аксини топган:

- қарзга олинган маблағлар максимал ҳажми (салмоғи);
- юқори ликвидли активларнинг минимал ҳажми (салмоғи);
- битта харидорга бериладиган товар кредити максимал ҳажми;
- битта эмитентнинг қимматли қоғозларига қўйилмалар максимал ҳажми;
- маблағларни дебиторлик қарзларига жалб қилиш максимал даври.

Ўзини-ўзи сугурталаш – контрагентлар фаолияти билан боғлиқ бўлмаган молиявий операциялар бўйича рискларнининг салбий таъсирини йўқотиш учун молиявий ресурсларнинг бир қисмидан ички захира яратиш ҳисобланади. Улар қуйидагилардан иборат бўлиши мумкин:

- захира капиталини шакллантириш;
- мақсадли захира фондларини шакллантириш;

- масъулият марказлари бюджет тизимида захиралар шакллантириш;
- моддий ва молиявий ресурслар суғурта захираларини шакллантириш;
- фойдани (тақсимланмаган) қайта инвестициялаш.

Рискни тақсимлаш – рискларнинг салбий оқибатларни олдини олиш бўйича максимал имкониятлардан келиб чиқиб, ҳамкорлар ўртасида қисман тақсимлаш, яъни:

– инвестиция лойиҳаси қатнашчилари ўртасида рискларни тақсимлаш;
– корхона ва таъминотчи ўртасида рискларни тақсимлаш ;
– лизинг операцияси қатнашчилари ўртасида рискларни тақсимлаш;
– факторинг операцияси қатнашчилари ўртасида рискларни тақсимлаш (товар сотувчиси ва факторинг фирма (банк) ўртасида).

Рискларни хеджирлаш – кенг маънода – молиявий йўқотишлар рискини камайтириш учун ҳар қандай (ички ва ташқи) механизмлардан фойдаланиш жараёнидир. Тор амалий маънода эса – молиявий рисклар салбий таъсирини йўқотишнинг турли молиявий воситалардан фойдаланишга асосланган, унинг эгаси олдиндан белгиланган шартларда келажакда қимматли қоғозлар, валюта, товар ва бошқаларни сотиш ёки сотиб олиш ҳуқуқи ёки мажбуриятини тасдиқлайдиган ички механизми усул самарали, бироқ брокерларга комиссион тўловлар, опционлар бўйича мукофотлар каби маълум бир харажатларни талаб қилади. Шунингдек, товар ёки фонд биржасида биржа шартномаларининг ҳар хил турлари билан қарама-қарши битимлар тузиш йўли билан операциялар бўйича фьючерс шартномаларидан фойдаланган ҳолда хеджирлаш.

Рискларни хеджирлаш уч турдаги битимлар амалга оширишни талаб қилади:

- келажакда етказиб бериш шартида реал актив ёки қимматли қоғозларни сотиш (сотиб олиш) (форвард битими);
- фьючерс шартномаларини бир хил сондаги активлар ёки қимматли қоғозларга сотиш (сотиб олиш) (фьючерс шартномалар бўйича позициялар очиш);

- фьючерс шартномалар бўйича позицияларни реал активлар ёки қимматли қоғозлар етказиб берилган пайтда улар билан тескари (офсет) битим тузиш йўли билан ёпиш. Агар корхона реал активни етказиб бериш вақтида нархнинг ўзгариши туфайли бирон йўқотишга учрайдиган бўлса, бу ҳолда у худди шу актив сони билан фьючерс шартномаси харидори каби тенг ҳажмда ютади.

Бунда икки хил операциялар тури: харид билан хеджирлаш ва бу шартномаларни сотишни хеджирлаш келиб чиқади.

- опционлардан фойдаланган ҳолда хеджирлаш шартномада кўзда тутилган муддат давомида қимматли қоғозлар, валюта, реал активни олдиндан белгиланган нархда келишилган миқдорда сотиш ёки сотиб олиш ҳуқуқи (лекин мажбурияти эмас) учун тўланадиган мукофотли (опционли) битим. Жумладан, опционнинг қуйидаги турларидан фойдаланиш мумкин:

– харид опциони асосида хеджирлаш (келишилган нарх бўйича харид ҳуқуқини беради);
– сотув опциони асосида хеджирлаш (келишилган нарх бўйича сотиш ҳуқуқини беради);
– иккиёқлама опцион асосида хеджирлаш (бир вақтнинг ўзида келишилган нарх бўйича харид ёки сотиш ҳуқуқини беради);
– «своп»дан фойдаланган ҳолда хеджирлаш ва шу асосда таркибини яхшилаш ва йўқотишларнинг олдини олиш мақсадида молиявий активларни (валюта, қимматли қоғозлар) айирбошлаш (олди-сотди) ётади. Масалан, валюта «свопи» – бир валютадаги келажакдаги мажбуриятларни бошқа валютадаги мос келувчи мажбуриятларга айирбошлаш; молиявий «своп» – қимматли қоғозларнинг бир турини бошқа турга айлантириш мажбурияти (корхона облигацияларини – корхона акцияларига); фоиз «свопи» – корхонанинг қатъий белгилаб қўйилган фоиз ставкали қарз молиявий мажбуриятларини ўзгарувчан фоиз ставкали мажбуриятларга айирбошлаш ва аксинча.

Диверсификация – рискларни тақсимлашга асосланган тизимсиз молиявий рисклар салбий таъсирини йўқотишнинг механизми ҳисобланади ва улар қуйидагилардан иборат:

- молиявий фаолият турларини диверсификациялаш (қимматли қоғозлар, реал инвестициялар, бошқа компанияларнинг низом капиталида қатнашиш ва бошқалар);
- валюта портфелини диверсификациялаш;
- депозит портфелни диверсификациялаш;
- кредит портфелини диверсификациялаш;
- қимматли қоғозлар портфелини диверсификациялаш.

Назорат учун саволлар

1. *Инвестиция лойиҳасининг мазмуни ва моҳиятини тушунтириб беринг.*
2. *Инвестиция лойиҳаси қандай фазаларни ўз ичига олади?*
3. *Инвестиция лойиҳаларини қандай гуруҳларга ажратиш мумкин?*
4. *Жаҳон амалиётида инвестиция лойиҳалари самарадорлигини баҳолаш учун кенг қўлланиладиган қандай моделлар ва кўрсаткичларни биласиз?*
5. *Инвестиция лойиҳасини тузиш ва амалга оширишнинг умумий босқичларини тушунтириб беринг.*
6. *Инвестиция лойиҳалари ҳаётий цикли босқичларини тушунтириб беринг.*
7. *Инвестицион рискларни бошқаришнинг қандай шаклларини биласиз?*
8. *Корхоналарда инвестиция маблағларидан самарали фойдаланишнинг асосий йўналишлари нималардан иборат?*
9. *Инвестиция лойиҳасини бошқариш жараёни қандай босқичларни ўз ичига олади?*
10. *Инвестиция лойиҳалари рискларини қандай турларга ажратиш мумкин?*

14-БОБ

ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШ ВА МОЛИЯЛАШТИРИШ

14.1. Хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг иқтисодий моҳияти ва механизмлари

Маълумки, бир давлатдан бошқа давлатга даромад олиш мақсадида йўналтирилган ҳар қандай шаклдаги мулк ва молиявий маблағни тўлақонли хорижий инвестиция дейишимиз мумкин. Аммо шундай мулк шакллари борки, улар хорижий инвестиция ҳисобланмайди. Масалан, элчихона чет давлат мулки ҳисобланади, ёки хорижий фуқаро шахсий уй сотиб олса, бу хорижий шахс мулки ҳисобланади, лекин хорижий инвестиция бўла олмайди.

Халқаро инвестициялар жаҳон мамлакатлари ўртасида ҳаракатда бўлган инвестициялардир. Инвестицияларни хорижга чиқариш, уларнинг мамлакатлар ўртасидаги фаол ҳаракати замонавий жаҳон иқтисодиёти ва халқаро иқтисодий муносабатларнинг ажралмас бир бўлаги ҳисобланади. Инвестицияларни четга чиқариш жаҳон иқтисодиётидаги монополия ҳукумронлигига чек қўяди. Ҳозирги вақтда халқаро инвестицияларнинг ўртача йиллик ўсиш суръати 30%дан ошади. Бу кўрсаткич жаҳон савдоси ўсиши суръатларидан деярли 5 маротаба ортиқдир. Халқаро инвестициялар ўзида моддий бойлик барпо этиш учун зарур бўлган ишлаб чиқариш, пул ва товар шаклларида жамғарилган захираларни мужассамлаштиради. Ушбу инвестициялар доимий равишда мамлакат ичида бир тармоқдан бошқасига ҳамда давлатлараро ҳаракатда бўлади.

Компаниялар ва жисмоний шахслар инвестиция жараёнининг иштирокчиларидир. Улар инвестиция жараёнида ҳам талаб томонида, ҳам таклиф томонида иштирок этишлари мумкин.

Хорижий инвестицияларнинг ички инвестициялардан фарқи шундаки, уларда инвестор бошқа мамлакат фуқароси бўлади. Иқтисодий моҳиятига кўра хорижий инвестициялар ссуда капитали (яъни қарз ва кредит) ҳамда бевосита (тўғридан-тўғри) ва

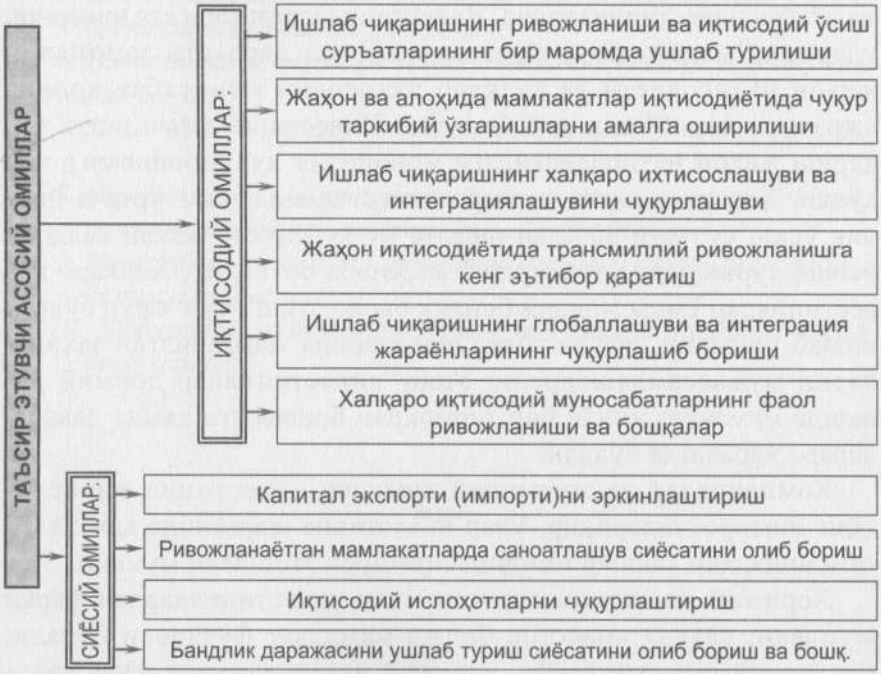
портфель инвестицияларга бўлинади. Инвестициялар нимага йўналтирилганлиги улар қайси хорижий инвестиция турига киришини белгилайди.

Хорижий инвестициялар қўшма корхоналарда ўз ҳиссаси билан қатнашиб, хорижий инвесторларга тўлиқ тегишли бўлган корхоналарни яратиш, хусусийлаштиришда қатнашиш, хорижий шериклар билан банк тузиш, қимматбаҳо қоғозларни сотиб олиши, ер ва бошқа табиий ресурслардан фойдаланиш ҳуқуқига эга бўлиши, эркин иқтисодий ҳудудларда фаолият олиб боришлари мумкин.

Хорижий инвестицияларни жалб қилишга асосан қуйидаги омиллар таъсир кўрсатади (14.1-расм):

иқтисодий омиллар:

- ишлаб чиқаришнинг ривожланиши ва иқтисодий ўсиш суръатларининг бир маромда ушлаб турилиши;
- жаҳон ва алоҳида мамлакатлар иқтисодиётида чуқур таркибий ўзгаришларни амалга оширилиши (айниқса, фан-техника



14.1-расм. **Хорижий инвестицияларни жалб қилишга таъсир этувчи асосий омиллар.**

тараққиёти ютуқлари ва жаҳон хизматлар бозори тараққиёти таъсири остида олиб борилиши);

- ишлаб чиқаришнинг халқаро ихтисослашуви ва интеграциялашувини чуқурлашуви;
- жаҳон иқтисодиётида трансмиллий ривожланишга кенг эътибор қаратиш (АҚШ Трансмиллий корпорациялари хорижий филиалларининг маҳсулот ишлаб чиқариш ҳажми АҚШ товар экспортидан 4 маротаба ортиқдир);
- ишлаб чиқаришнинг глобаллашуви ва интеграция жараёнларининг чуқурлашиб бориши;
- халқаро иқтисодий муносабатларнинг фаол ривожланиши ва бошқалар.

сиёсий омиллар:

- капитал экспорти (импорти)ни эркинлаштириш (эркин иқтисодий ҳудудлар, оффшор ҳудудлари ва бошқалар);
- ривожланаётган мамлакатларда саноатлашув сиёсатини олиб бориш;
- иқтисодий ислоҳотларни чуқурлаштириш (давлат корхоналарини хусусийлаштириш, хусусий секторни ва кичик бизнесни қўллаб-қувватлаш);
- бандлик даражасини ушлаб туриш сиёсатини олиб бориш ва бошқалар.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда бугунги кунда Ўзбекистоннинг янги инвестиция сиёсатида ўз аксини топган хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг иқтисодий моҳиятига бўлган ёндашувларни таҳлил қилиб чиқамиз.

Жумладан, Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги қонунига мувофиқ:

тўғридан-тўғри чет эл инвестициялари – чет эллик инвесторнинг ҳукумат кафолатларисиз, таваккалчилик шароитларида ўз маблағлари ёки қарз маблағлари ҳисобидан инвестициялари;

чет эл инвестициялари – чет эллик инвестор томонидан ижтимоий соҳа, тадбиркорлик, илмий ва бошқа фаолият турлари объектларига киритиладиган моддий ва номоддий бойликлар ҳамда уларга бўлган ҳуқуқлар, шу жумладан интеллектуал мулк объектларига бўлган ҳуқуқлар, шунингдек реинвестициялар;

чет эллик инвесторлар – чет давлатлар, чет давлатларнинг маъмурий ёки ҳудудий органлари, давлатлар ўртасидаги битимларга ёки бошқа шартномаларга мувофиқ тузилган ёки халқаро оммавий ҳуқуқ субъекти бўлган халқаро ташкилотлар, чет давлатларнинг қонун ҳужжатларига мувофиқ ташкил этилган ва фаолият кўрсатадиган юридик шахслар, ҳар қандай бошқа ширкатлар, ташкилотлар ёки уюшмалар, чет давлат фуқаролари ва Ўзбекистон Республикасидан ташқарида доимий яшайдиган фуқаролиги бўлмаган шахслар;

Ўзбекистон Республикаси ҳудудидаги чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналар – акцияларининг (улушларининг, пайларининг) ёки устав фондининг (устав капиталининг) камида ўн беш фоизини чет эл инвестициялари ташкил этадиган корхоналар.

Жумладан, чет эллик инвесторларга ҳамда чет эл инвестицияларига адолатли ва тенг ҳуқуқли режим тақдим этилади, уларни тўлиқ ва доимий равишда ҳимоя қилиш ҳамда уларнинг хавфсизлиги таъминланади. Шу билан бир қаторда инвестиция фаолияти натижасида олинган, ўзига тегишли бўлган ихтироларни, фойдали моделларни ва саноат намуналарини хорижда ҳамда Ўзбекистон Республикасида патентлаш тўғрисида мустақил равишда қарор қабул қилиш;

- Ўзбекистон Республикасида яшаш гувоҳномаси соддалаштирилган тартибини қўллаш;
- Ўзбекистон Республикасидан чиқмасдан муддатини узайтириш имконияти билан «инвестиция визаси»ни, уларнинг оила аъзолари (турмуш ўртоғи, ота-онаси ва фарзандлари) эса «инвестиция визаси» амал қилиш муддатига мос равишда «меҳмон визаси»ни олиш;
- Ўзбекистон Республикасида яшаш гувоҳномасига ёхуд «инвестиция визаси»га эга бўлган чет эллик инвесторлар ҳамда уларнинг оила аъзолари (турмуш ўртоғи, ота-онаси ва фарзандлари) қуйидаги ҳуқуқларга эга:

– Ўзбекистон Республикаси ҳудудида ишга жойлашиш;
– Ўзбекистон Республикаси фуқаролари учун назарда тутилган тенг ҳуқуқлар асосида тиббий ва таълим хизматларидан фойдаланиш;

– Ўзбекистон Республикасининг таълим муассасаларида ўрта ва олий таълим олиш;

- инвесторлар ва чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналар инвестиция фаолиятини амалга ошириш мақсадида ҳар қандай чет давлат фуқаролари ва Ўзбекистон Республикасидан ташқарида доимий яшовчи фуқаролиги бўлмаган шахслар билан меҳнат шартномаларини эркин тузиш ҳуқуқига эга. Бундай шахслар меҳнат шартномасининг бутун амал қилиш даврида тегишли кўп марталик визаларни олган ҳолда Ўзбекистон Республикаси ҳудудига кириш ва унинг ҳудудида бўлиш ҳуқуқига эга;
- чет эллик ходимларнинг иш ҳақи ва қонуний йўл билан олинган бошқа даромадлари қонунда белгиланган солиқ ва тўлов тўлангандан кейин улар томонидан бошқа давлатларга ҳеч бир чекловларсиз ўтказиш;
- инвестор, чет эл инвестицияси иштирокидаги корхона чет эллик ходим учун пенсия таъминоти бўйича тўловларни ушбу ходимнинг доимий яшаш жойи бўлган мамлакатнинг тегишли фондларига ўтказиш.

Хорижий инвестицияларни жалб қилишда асосий ўринни *чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналарни ташкил этиш* муҳим аҳамият касб этади.

Чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналарни ташкил этишнинг асосий сабаблари турли хил ички, ташқи ва стратегик йўналишларда ўз аксини топади (14.1-жадвал).

Шу ўринда, Ўзбекистоннинг янги инвестиция сиёсатини тартибга солувчи бош ҳужжатда[1] чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналар фаолияти билан боғлиқ қуйидаги ҳуқуқлар белгилаб қўйилган:

- чет эллик инвесторлар Ўзбекистон Республикаси ҳудудида чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналарни ташкил этиши ва уларга Ўзбекистон Республикасининг қонун ҳужжатлари ҳамда халқаро шартномалари билан берилган барча ҳуқуқлар, кафолатлар ва имтиёзлардан фойдаланиш;

[1] *Н.Кузиева.* Хорижий инвестициялар иштирокидаги корхоналар молия ва кредит механизмини такомиллаштириш йўналишлари. Монография. – Т.: «Iqtisod-moliya», 2006. 62-б.

14.1 - жадвал

ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИЦИЯЛИ КОРХОНАЛАРНИ ТАШКИЛ ЭТИШ САБАБЛАРИ[1]

	Инвестиция муҳитининг устунликларидан фойдаланиш
Ички сабаблар	Рискларни тақсимлаш
	Ишлаб чиқариш миқёсида тежаш
	Бошқарувнинг янги усулларини ўрганиш
	Хорижий бозорларга чиқишни жадаллаштириш
	Шартнома харажатларини камайтириш
Ташқи сабаблар	Жаҳон бозорига чиқиш
	Сиёсий кескинликнинг юмшаши
	Миллий ҳукумат талаблари
	Самарали рақобатни вужудга келтириш
Стратегик сабаблар	Мустаҳкам хом ашё базасига эга бўлиш
	Технологиялар трансферти
	Ишлаб чиқариш диверсификацияси
	Мамлакатда узоқ вақт фаолият олиб бориш имконияти

- Ўзбекистон Республикаси ҳудудида, шунингдек унинг ташқарисида ҳар қандай валютада, ҳар қандай банкда ҳисобварақларни очиш, улардан фойдаланиш ва уларни тасарруф этиш;
- ссудаларни чет эл валютасида олиш ва қайтариш;
- чет эл инвестициялари иштирокидаги корхона Ўзбекистон Республикаси ҳудудида юридик шахс ҳуқуқига эга бўлган шўъба корхоналар, филиаллар, шунингдек юридик шахс бўлмаган ваколатхоналар ва бошқа алоҳида бўлинмалар ташкил этиш;
- чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналар Ўзбекистон Республикаси ҳудудида ихтиёрий асосда уюшмалар ва бошқа хўжалик бирлашмаларини ташкил этиш;
- чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналарнинг чет эл валютасидаги барча харажатлари уларнинг ўз валюта тушумлари, шунингдек чет эл валютасини олишнинг қонун ҳужжатларида рухсат этилган бошқа манбалари ҳисобидан таъминланиш;

[1] Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги ЎРҚ-598-сон қонуни.

- Чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналар экспорт-импорт операцияларини қонун ҳужжатлари талабларига риоя этган ҳолда мустақил равишда амалга ошириш;
- ихтироларни ва саноат намуналарини инвестициялар сифатида киритувчи чет эллик инвесторларга ҳамда чет эл инвестициялари иштирокидаги корхоналарга тегишли бўлган ихтироларни патентлаш ҳамда саноат намуналарини жорий этиш ва бошқалар.

Миллий иқисодиётга хорижий инвестицияларни жалб қилишда махсус иқтисодий зоналар муҳим аҳамиятга эга. Жумладан, жаҳон амалиётида махсус иқтисодий зоналарни ташкил этишда бир қатор божхона, солиқ ва молиявий фаолият билан боғлиқ имтиёзлар қўлланилади (14.2-жадвал).

Ўзбекистонда махсус иқтисодий зоналар фаолият кўрсатишини ва уларни ривожлантиришни ташкил этиш соҳасидаги муносабатларни тартибга солиш мақсадида 2020 йил 17 февралда Ўзбекистон Республикасининг «Махсус иқтисодий зоналар тўғрисида»ги қонуни қабул қилинди.

Қонунга мувофиқ ***махсус иқтисодий зона*** – тегишли ҳудудни жадал ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш учун чет эл инвестициялари ва маҳаллий инвестицияларни, юқори технологиялар ҳамда бошқарув тажрибасини жалб этиш мақсадида махсус ажратилган, белгиланган чегараларга ва махсус ҳуқуқий режимга эга бўлган ҳудуддир.

Бугунги кунда Ўзбекистонда махсус иқтисодий зоналарнинг қуйидаги турда ташкил этиш мумкин (14.2-расм) эркин иқтисодий зоналар;

14.2-расм. **Ўзбекистонда махсус иқтисодий зоналар турлари.**

14.2 - жадвал

ЖАҲОН АМАЛИЁТИДА ҚЎЛЛАНИЛАДИГАН МАХСУС ИҚТИСОДИЙ ЗОНАЛАРНИНГ МОДЕЛЛАРИ: ҲАЖМИ ВА ИМТИЁЗЛАРИ ТАРКИБИ[1]

Махсус иқтисодий зоналар турлари	Майдони (кв. км)	Божхона чегараларининг мавжудлиги	Базавий имтиёзлар*	Асосий минтақалар / мамлакатлар
Эркин савдо зоналари	3 – 5 гача	Мажбурий	Божхона имтиёзлари	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда йирик транспорт тугунлари
Саноат-ишлаб чиқариш зоналари:				
а) "нуқтали"	1 – 2 гача	Йўқ	Божхона имтиёзлари	Бразилия, Мексика, Пуэрто-Рико, Филиппин, Кариб ҳавзаси
б) саноат парклари	0,1 – 0,5 1 – 20	Мажбурий эмас	Божхона имтиёзлари	Жанубий-Шарқий Осиё, Мексика
Савдо-ишлаб чиқариш	1 – 4	Мажбурий	Божхона имтиёзлари	АҚШ
Кичик бизнес зоналари	0,01 – 3	Йўқ	Молиявий, солиқ имтиёзлари	Ҳиндистон, Яқин Шарқ, Аргентина, Франция
Илмий-технологик (илмий-ишлаб чиқариш)	2 – 20	Мажбурий эмас	Солиқ имтиёзлари	Жанубий-Шарқий Осиёнинг янги индустриал мамлакатлари
Оффшор молия маркалари	0,05 – 0,1	Йўқ	Солиқ имтиёзлари	Кариб ҳавзаси, Гонконг, Сингапур
Комплекс:				
а) махсус иқтисодий	16 – 330	Мажбурий	Солиқ, божхона, молия	Хитой
б) "Манаус" зонасига ўхшаш алоҳида режимга эга ҳудудлар	80 дан юқори	Ҳудуд қисмлари учун мажбурий	Солиқ, божхона, молия	Бразилия ("Манаус"), Аргентина ("Оловли ер")
в) алоҳида иқтисодий зоналар	Маъмурий-ҳудудий тузилмалар доирасида (шаҳар, туман)	Алоҳида зонада жойлашган кичик (локал) ҳудудлар учун мажбурий	Солиқ, божхона, молия	Россия (Калининград вилояти)

* - Маъмурий имтиёзлар барча турдаги зоналар учун базавий ҳисобланади.

[1] *А.В.Вахабов, Ш.Х.Хажибакиев, Н.Г.Мўминов.* Хорижий инвестициялар. Ўқув қўлланма. / и.ф.д., профессор А.В.Вахабовнинг умумий таҳрири остида. – Т.: "Молия", 2010. –б.187.

- махсус илмий-технологик зоналар;
- туристик-рекреацион зоналар;
- эркин савдо зоналари;
- махсус саноат зоналари.

Эркин иқтисодий зона – янги ишлаб чиқариш қувватларини барпо этиш, юқори технологик ишлаб чиқаришни ривожлантириш, замонавий рақобатбардош, импорт ўрнини босувчи, экспортга йўналтирилган тайёр саноат маҳсулотини ишлаб чиқаришни ўзлаштиришга фаол жалб этиш, шунингдек ишлаб чиқариш, муҳандислик-коммуникация, йўл-транспорт, ижтимоий инфратузилмани ва логистика хизматларини ривожлантиришни таъминлаш мақсадларида ташкил этиладиган ҳудуддир.

Махсус илмий-технологик зона – инновация инфратузилмасини ривожлантириш мақсадларида илмий ташкилотлар ва илмий фаолият соҳасидаги бошқа ташкилотлар (технологик парклар, технологияларни тарқатиш (технологиялар трансфери) марказлари, инновацион кластерлар, венчур фондлари, бизнес-инкубаторлар ва бошқалар) тўпланган ҳудуддир.

Туристик-рекреацион зона – унда замонавий туристик инфратузилма объектларини (меҳмонхона комплекслари, маданий-соғломлаштириш, савдо-кўнгилочар ва бошқа туристик аҳамиятдаги объектларни), махсус фаолият кўрсатувчи ва мавсумий рекреацион дам олиш зоналарини туристларга хизмат кўрсатиш мақсадида зарур шарт-шароитларни таъминлаган ҳолда барпо этишга доир инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш учун ташкил этиладиган ҳудуддир.

Эркин савдо зоналари консигнация омборларини, махсус божхона ва солиқ режимлари бўлган ҳудудларни, шунингдек товарларга ишлов бериш, уларни ўраб-жойлаш, саралаш, сақлаш учун майдончаларни ўз ичига олади. Эркин савдо зоналари чегара пунктларида, аэропортларда, темир йўл боғламаларида ёки Ўзбекистон Республикасининг бошқа божхона ҳудудларида ташкил этилади.

Махсус саноат зонаси – бошқарув, хўжалик ва молиявий фаолиятнинг алоҳида режими жорий этиладиган ҳудуд. Махсус саноат зоналари зарур маъмурий, илмий-технологик, ишлаб чиқариш, муҳандислик-коммуникация, йўл-транспорт ва ижтимоий инфратузилмани барпо этиш учун ер участкаларини ажратиш орқали

шакллантириладиган хизмат кўрсатиш ва ишлаб чиқариш зоналарини ўз ичига олади.

Махсус иқтисодий зоналар ҳудудида инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш архитектура ва қурилиш, техник жиҳатдан тартибга солиш, экология ва атроф-муҳитни муҳофаза қилиш, меҳнатни муҳофаза қилиш ҳамда саноат хавфсизлиги соҳасидаги қонун ҳужжатлари талабларига мувофиқлик;

- молиялаштириш манбаларининг мавжудлиги;
- махсус иқтисодий зона фаолиятига ва тармоқ ихтисослашувига мувофиқлик;
- технологик ускуналар ва технологик жараёнлар кўрсаткичларининг замонавий энергия самарадорлиги талабларига мувофиқлиги.

Жумладан, махсус иқтисодий зона дирекцияси инвестиция лойиҳасида баён этилган шартлар, муддатлар ва тартиб-таомилларга мувофиқ *инвестиция битимини* тузади. Инвестиция битими инвестор томонидан махсус иқтисодий зона маъмурий кенгашининг баённомаси (ундан кўчирма) олинганидан кейин инвестор ва махсус иқтисодий зона дирекцияси директори томонидан имзоланади.

Инвесторлар фаолиятининг иқтисодий самарадорлиги ва манфаатдорлигини таъминлаш мақсадида махсус иқтисодий зоналарнинг *махсус ҳуқуқий режими* ишлаб чиқилган. Махсус ҳуқуқий режим қуйидагиларни ўз ичига олади:

- махсус божхона режими
- солиқлар ва божхона тўловлари бўйича имтиёзлар махсус иқтисодий зоналарда меҳнат муносабатларини тартибга солиш

Жаҳон амалиётида хорижий инвестициялар харакатини амалга ошириш кўпинча қўшимча иқтисодий, сиёсий ва тижорат рисклари билан боғлиқ. Шунинг учун хорижий инвестицияларни жалб қилувчи айрим мамлакатларнинг миллий қонунчилигида хорижий инвесторларга нисбатан қўшимча имтиёзлар қўлланилади. Турли мамлакатларда хорижий инвесторларга нисбатан қуйидаги асосий имтиёзлар қўлланилади:

- қайта инвестициялашга нисбатан имтиёзли солиқ, режимини тақдим этиш;

- шартнома асосида инвестиция лойиҳаларига жалб қилинадиган хорижий мутахассисларнинг иш ҳақи ва бошқа мукофот тўловларини солиққа тортишнинг имтиёзли режимини яратиш;
- хорижий инвесторларнинг экспортга мўлжалланган маҳсулот ишлаб чиқаришларини ривожлантириш учун импорт кўринишида олиб кираётган мол-мулк, асбоб-ускуналар ва технологияларни божхона тўловларидан озод қилиш.

Шунингдек, агар хорижий инвестицияларни қабул қилувчи мамлакат қонунчилиги миллий инвесторлар учун салбий томонга ўзгарса, одатда, хорижий инвестицияли корхоналар учун ушбу ўзгаришлар бўйича муддати кечиктирилиши кўзда тутилади.

Жаҳонда аксарият ҳолларда, хорижий инвесторлар учун имтиёзли режим хорижий инвестицияларни жалб қилишга максимал даражада интилаётган ривожланаётган ва ўтиш иқтисодиёти мамлакатлари томонидан яратилади. Шу билан бирга халқаро инвестиция жараёнининг асосий иштирокчилари сифатида инвестиция фаолиятини кенгайтиришга ва барча учун ягона инвестиция режимини яратишга интилаётган ривожланган мамлакатлар ҳисобланади. Бошқача айтганда, жаҳоннинг етакчи ривожланган мамлакатлари умумий, бир хил тамойиллар асосида ишлайдиган ягона инвестиция режимини шакллантириш тарафдорларидир.

Давлат томонидан хорижий инвестицияларни қўллаб-қувватлашнинг асосий шакллари таркибидан қуйидагиларни ажратиш мумкин:

Инвестиция кафолатлари тўғрисидаги қоидалар миллий ҳукуматлар томонидан қабул қилинади. Шу билан бирга улар икки томонлама ва бир нечта мамлакатлар иштирок этадиган минтақавий кўп томонлама келишувларда ҳам мавжуд бўлади. Икки томонлама келишувларда асосан қуйидаги қоидалар қайд этилади:

- хорижий инвесторлар учун миллий режим;
- хорижий инвесторларни ҳимоя қилиш (миллийлаштиришдан, капитал, фойда ва дивидендларнинг репатриациясидан);
- низоларни ҳал қилиш тартиби;
- сиёсий рисклар билан боғлиқ, зарарлардан суғурталаш.

Жаҳон хўжалигида кўптомонлама шартномалар асосида инвестицияларни кафолатлаш қоидалари билан Инвестицияларни

кафолатлаш бўйича кўп томонлама агентлик (МАГИ) шуғулланади ва қуйидаги масалаларни кўриб чиқади:

- *хорижий инвестицияларни суғурталаш.* Бунда инвестор рискларни суғурталайди. Одатда, суғурта суммаси инвестиция суммасининг 1 фоизигача миқдорини ташкил этади. Миллий суғурта агентликлари ва компаниялари фақат ўзларининг тўғридан-тўғри инвесторларини суғурталайдилар;
- *инвестиция низоларини ҳал этиш.* Буни капитални қабул қилувчи ёки четга чиқарувчи мамлакатнинг миллий қонунчилиги ёки халқаро ҳуқуқ қоидалари асосида амалга ошириш мумкин;
- *икки ёқлама солиққа тортишни олдини олиш.* Агар корпорация бир нечта мамлакатда иш юритаётган бўлса, ушбу мамлакатлар унинг фойдасини солиққа тортишга ҳаракат қилади. Икки томонлама солиққа тортишнинг олдини олиш хақидаги келишувга асосан хорижий корпорациялар капитални қабул қилувчи мамлакатда солиқнинг ўз мамлакатида тўланмаган қисмидангина солиқ тўлайди;
- *маъмурий ва дипломатик қўллаб-қувватлаш.* Одатда, капитал чиқарувчи мамлакатлар ўз инвесторларини қўллаб-қувватлайди. Ушбу мамлакатлар инвестиция киритилаётган мамлакат билан ўз инвесторлари учун қулай шарт-шароитлар яратиш ҳақида музокаралар олиб боради. Жаҳоннинг аксарият мамлакатларида инвестицияларни рағбатлантириш бўйича миллий агентликлар ташкил этилган.

14.2. Хорижий инвестицияларнинг шакл ва турлари

Мамлакатда инвестиция муҳитини янада яхшилаш, хусусийлаштириш, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш, техник жиҳатдан қайта жиҳозлаш ва реконструкция қилиш, республиканинг ортиқча ишчи кучи мавжуд бўлган минтақаларида янги иш жойларини яратиш дастурларини амалга оширишга тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестицияларни кенг жалб этиш, шунингдек, хорижий инвесторлар учун ишончли ҳуқуқий ҳимоя ва кафолатлар билан таъминланди.

Иқтисодий адабиётда инвестицияларни қабул қилувчи мамлакат иқтисодиётига кўрсатиладиган самарани аниқлашда икки хил ёндашув мавжуд.

Биринчи ёндашув ташқи савдога оид анъанавий назарияларга хос бўлиб, улар хорижий инвестицияларнинг моддий буюм омилига бевосита таъсирини белгилайди. Бундай моделнинг асосий шарти шундан иборатки, хорижий инвестициялар меҳнатнинг чегараланган маҳсулини кўпайтиради ҳамда капиталнинг чегараланган маҳсулини камайтиради.

Саноатни ташкил этиш билан боғлиқ, иккинчи ёндашув инвестициялар киритишнинг билвосита ва ташқи самарасига жиддий эътибор беради. Мазкур назария тарафдорлари нима учун фирмалар ўз мамлакатида худди шундай товарлар ёки хизматларни ишлаб чиқармасдан хорижга инвестиция қилишлари сабабини тушунишга уринадилар. Уларнинг фикрича, хорижий инвестициялар меҳнат унумдорлигини ошириш ва экспортни кенгайтириш асосида қабул қилувчи мамлакатнинг иқтисодий тараққиётини таъминлайди. Хорижий инвестициялар ҳисобига олинадиган, таъминланадиган афзалликларнинг энг муҳим мезони қабул қилувчи мамлакат ва ундаги инвестиция муҳити тўғрисидаги тавсифдир.

Аксарият назариялар хорижий ишлаб чиқариш ва халқаро ***савдонинг ўзаро ўрнини босувчи бўлиб, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар*** (ТТХИ) оқими юқори технологияларнинг кириб келишига олиб келади, шунингдек, уларни маҳаллий фирмаларга жорий этиш самарасини оширади, бу эса мавжуд ресурслардан янада самарали фойдаланилишга олиб келади, деган фикрга асосланади.

Хорижий инвестицияларнинг шакллари мавжуд бўлиб, амалиётда улар қатор мезонлар бўйича таснифланади (14.3-жадвал).

ЯИМ бир қисмининг ривожланаётган мамлакатларга ёрдам ва давлатларнинг халқаро ташкилотларга бадаллари шаклида бюджет орқали қайта тақсимланиши.

Халқаро амалиётда давлат капитали кўпроқ ссуда, хусусий ва узоқ муддатли капитал шаклида бўлиб, улар – тадбиркорлик шаклида фаолият кўрсатади.

Келиб чиқиш манбаларига кўра – бу давлат маблағлари ёки хусусий капитал кўринишида бўлади. Давлат капитали банклар

14.3 - жадвал

ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИНГ ШАКЛЛАРИ

Тасниф мезони	Шакллари
Келиб чиқиш манбаларига кўра	– Давлат – Халқаро – Хусусий – Аралаш
Четга чиқариш шакли бўйича	– Пул
Фойдаланиш хусусиятига кўра	– Тадбиркорлик – Ссуда
Мақсадига кўра	– Тўғридан-тўғри – Халқаро қарзлар – Портфель – Банк депозитлари
Субъектлар бўйича	– Макродаража – Микродаража
Муддатига кўра	– Ўта қисқа муддатли (3 ойгача) – Қисқа муддатли (1 йилгача) – Ўрта муддатли (1 йилдан 5 - 7 йилгача) – Узоқ муддатли (5-7йилдан 40 - 45 йилгача)
Оқимлар йўналишлари бўйича	– Товарлар ва хизматлар олди-сотдисига валюта-кредит ва ҳисоб-китоб хизматларини кўрсатиш – Асосий ва айланма капиталга хорижий инвестициялар – Қимматли қоғозлар ва турли молиявий инструментлар билан операциялар – Валюта операциялари

ичида расмий капитал деб ҳам аталади. У давлат бюджетидан хорижга чиқариладиган ёки у ердан ё бевосита ҳукуматлар қарори билан, ёки ҳукуматлараро ташкилотлар қарори билан қабул қилинадиган маблағлардир.

Шаклларига кўра – бу давлат қарзлари, ссудалар, грантлар (совғалар), ёрдам кўринишида бўлиб, уларнинг халқаро ҳаракати ҳукуматлараро шартномалар билан белгиланади. Халқаро ташкилотларнинг кредитлари ва бошқа маблағлар ҳам шулар қаторига киради. Бироқ, ҳар қандай ҳолларда ҳам бу солиқ тўловчиларнинг олувчига турли йўллар билан етиб борадиган пуллари ҳисобланади.

Хусусий капитал – бу хусусий шахслар томонидан хорижга жойлаштириладиган ёки хориждан қабул қилинадиган нодавлат манбалар маблағларидан иборат. Улар таркибига инвестициялар, савдо кредитлари, банклараро кредитлаш киради. Улар давлат бюджети билан бевосита боғлиқ, бўлмайди, бироқ, ҳукумат уларнинг кўчиб юришини кузатиб туради ва ўз ваколатлари доирасида уларни назорат қилиб, бошқариши мумкин.

Хорижий инвестицияларнинг асосий шакллари тадбиркорлик ва ссуда капитали кўринишида бўлади.

Юқорида қайд этиб ўтилган хусусиятлар ва иштирок этиш мақсадларининг қанчалик амалга ошишига боғлиқ ҳолда, тадбиркорлик капиталини четга чиқаришнинг икки тури ажратилади: тўғридан-тўғри ва портфель инвестициялар (ПИ). Тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни (ТТХИ) кўпинча айрим адабиётларда бевосита хорижий инвестиция (БХИ)лар ҳам деб юритишади.

ТТХИ – бу хорижий капиталнинг узоқ муддатли киритилиши бўлиб, инвестор ташкил қилаётган фирма акциялари ёки акционер капиталига тўла эга бўлиш ёки камида 10 фоизи хўжалик фаолиятининг таъсирчан назорат қилинишини таъминлайди.

Бевосита инвестициялар – капиталнинг тўғридан-тўғри экспорти бўлиб, инвестиция киритувчига шу корхона устидан назорат қилиш ҳуқуқини беради. Бунда корхона асосий компаниянинг хориждаги шахобчасига айланади. Бевосита хорижий инвестиция (БХИ)лар асосан хусусий тадбиркорлик капитали шаклида бўлади.

Халқаро статистикада инвестицияларни БХИлар турига киритиш бўйича турли ёндашувлар мавжуд. Хорижий инвесторлар томонидан назорат қилиш ҳуқуқини белгиловчи кўрсаткич сифатида улар эга бўлган акционерлик капиталининг ҳиссаси кўрсаткичидан фойдаланилади. Бу кўрсаткич АҚШда 10%, Франция ва Буюк Британияда 20% га яқин, Германияда 25%дан 50% гача, Ўзбекистонда эса 49% даражасида белгиланган. Шунингдек, шу корхонанинг бошқарувида бевосита амалга оширилаётган инвестицияларнинг узоқ муддатли эканлиги ҳам унинг муҳим белгиларидан биридир. Инвестициянинг бу кўриниши таваккалчиликни, инвестициялардан фойдаланиш самарадорлиги учун масъулиятни давлат ва аҳоли зиммасига юкламасдан, балки уларни тадбиркорлик тизимлари ўртасида тақсимлашнинг энг яхши ва синалган усули ҳисобланади.

БХИ борасидаги яна бир ёндашув бу турдаги инвестицияларни фақат мулкчилик кўлами билан, яъни акционерлик капиталидаги улуши билан боғлиқ, деб кўрсатади. Унга мувофиқ БХИларни:

а) хорижда акцияларни сотиб олиш орқали;

б) фойдани қайта инвестициялаш ёрдамида;

в) фирма ички қарзлари ва қарздорликлари орқали амалга ошириш мумкин.

Кўпчилик иқтисодчилар бу шакллар етарли эмас, деб ҳисоблашади ва асосли равишда турли хил ноакционер шакллар орқали бу рўйхатни давом эттиришади (субконтрактлар, бошқарув келишувлари, франчейзинг, лицензион келишувлар ва бошқалар).

БХИларнинг шакл ва усулларига боғлиқ тушунчалар билан боғлиқ турли ёндашувларнинг кўпайиши қатор муаммоларни келтириб чиқарди. Бу муаммолар умумбашарий характерга эга бўлиб, ностандарт ёндашувлар ечимини талаб этади.

Бевосита инвестициялар икки гуруҳга бўлинади:

1. Трансконтинентал капитал қўйилмалар.
2. Трансмиллий қўйилмалар.

Трансконтинентал капитал қўйилмалар инвестиция киритиш учун қулай бозор шароити бўлган ҳолда бошқа бир давлат ёки континентдан инвестиция экспортини амалга оширишдир. Асосий мақсад – бозорни эгаллаш ва шу континентда янги ишлаб чиқаришни ташкил этиш.

Трансмиллий капитал қўйилмалари асосан қўшни давлатларда амалга оширилади. Бундан асосий мақсад – бош компанияга нисбатан қилинадиган капиталнинг ҳаракатини минимум даражада амалга ошириш.

Бевосита инвестициялар икки мақсадга йўналтирилади:

1. Янги компания ташкил этиш.
2. Банкрот бўлган компанияларни харид қилиш.

Портфель инвестициялар – бу капитални хорижий корхоналар қимматли қоғозларига (корхона устав капиталининг 10% дан кам қисмини) киритиш шаклида олиб чиқиб кетиш бўлиб, инвесторларга улар фаолиятини бевосита назорат қилиш имконини бермайди.

Портфель инвестициялар анча юқори ликвидлиликка эга бўлиб, ҳаракатчан ҳисобланади. Уларни рискли зонадан бойлик орттириш енгилроқ бўлган муҳитга кўчириш қийин эмас. Портфель инвестициялар ишлаб чиқаришни йўлга қўйиш ва профессионал билимларни ошириш учун катта меҳнат талаб этмайди.

Портфель инвестициялар (portfolio investments) шундай инвестицияларки, бунда капитал даромад олиш мақсадида корхоналарнинг акциялари, облигациялари ва бошқа қимматли қоғозларини

сотиб олиш учун сарфланади. Бундай инвестициялар корхоналарнинг молиявий хўжалик фаолияти устидан назорат ўрнатиш ҳуқуқини бермайди. Хорижий портфель инвестициялар барча халқаро операцияларни амалга оширишда фирмалар учун муҳим аҳамиятга эга. Бу турдаги инвестицияларга асосан молиявий муаммоларни ечиш учун мурожаат қилинади. Корпорацияларнинг молиявий бўлимлари маблағларнинг бир мамлакатдан бошқа мамлакатга қисқа муддатли инвестициялардан юқори фойда олиш учун ўтказадилар. Бундай инвестициялар кўпинча хусусий тадбиркорлар капиталига асосланган, баъзида эса ўз қимматбаҳо қоғозларини чиқаради ва хорижий қимматбаҳо қоғозларини сотиб олади.

Халқаро портфель инвестициялари мамлакат тўлов балансида қандай классификацияланган бўлса, шундай акс эттирилади. Портфель инвестициялар қуйидаги кўринишда бўлиши мумкин:

Акционер қимматбаҳо қоғозлари (eguity securities) – бозор муомаласидаги пул ҳужжати бўлиб, ҳужжат эгасининг ушбу ҳужжатни чиқарган шахсга нисбатан мулкий ҳуқуқга эгалигини тасдиқлайди.

Заём қимматбаҳо қоғозлар (debt securities) – бозор муомаласидаги пул ҳужжати бўлиб, заём эгасининг ушбу ҳужжатни чиқарган шахсга нисбатан муносабатини тасдиқлайди.

Заём қимматбаҳо қоғозлари қуйидаги шаклларда чиқарилади:

Облигация (bond) (оддий вексель, қарз мажбурияти) пулли дастак бўлиб, унинг соҳибига кафолатланган ва қатъий белгиланган пул даромади ёки шартнома асосида белгиланган ўзгарувчан пул даромадини олиш ҳуқуқини беради.

Пул бозори дастаклари – пулли дастак бўлиб, унинг соҳибига маълум бир давр ичида кафолатланган ва қатъий белгиланган пул даромади олиш ҳуқуқини беради. Бу дастаклар бозорда пасайтирилган нархларда сотилади, нархни пасайтириш даражаси фоиз ставкасининг катта-кичиклигига ва қарзни қопланиш муддатига боғлиқдир. Буларга ғазна векселлари, депозит сертификатлари, банк апцентлари ва бошқалар киради.

Молиявий деривативлар (financiaI derivatives) – бозор нархига эга бўлган пулли дастак бўлиб, унинг соҳибига бирламчи қимматбаҳо қоғозларни сотиш ёки сотиб олиш ҳуқуқини беради. Буларга опционлар, фьючерслар, варрантлар, своплар киради.

Халқаро портфель инвестициялари ҳаракатини ҳисобга олиш мақсадида тўлов балансида қуйидаги категориялар қабул қилинган:

1. *Нота (қарз мажбурияти) (note)* – қисқа муддатли (3–6 ой) пулли дастак бўлиб, банк билан келишув асосида қарз олувчининг ўз номига чиқарилади, бозорда жойлаштирилиши кафолатланади ва сотилмаган ноталар сотиб олинади, резерв кредитлар билан таъминланади. Кенг тарқалган ноталар – Евроноталардир.

2. *Опцион (option)* – шартнома (қимматбаҳо қоғоз) бўлиб, харидорга маълум бир қимматбаҳо қоғоз ёки товарни белгиланган муддатдан сўнг ёки маълум бир давр ичида қатъий белгиланган нархларда сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини беради. Опцион харидори унинг эгасига юқорида қайд этилган ҳуқуқларни сотиши эвазига мукофот пулини тўлайди.

3. *Варрант (warrant)* – опционнинг бир тури бўлиб, эгасига белгиланган муддат ичида эмитентдан имтиёзли шароитда маълум бир миқдордаги акцияларни сотиб олиш имконини беради.

4. *Фьючерс (futures)* – қимматбаҳо қоғозларни, валюта ёки товарларни белгиланган нарх ва келажакдаги белгиланган муддатда сотиш ёки сотиб олиш борасидаги бажарилиши мажбур бўлган қисқа муддатли стандарт шартномалар.

5. *Форвард курси (forward rate)* – асосий қарз суммасининг маълум бир ўзгармас қисмига нисбатан белгиланган вақтда тўланадиган фоиз ставкасининг ҳажми тўғрисида келишув бўлиб, у ўша кундаги фоиз ставкасидан паст ёки юқори бўлиши мумкин.

6. *Своп (swap)* – савдо қоидаларига амал қилган ҳолда битта қарзни тўлаш бўйича маълум бир муддат ўтгандан сўнг шартларни ўзгартириш бўйича битим.

Портфель инвестициясининг бевосита инвестициялардан афзаллик томони шундаки, улар тугатилиш вақтида қимматбаҳо қоғозлар тезда нақд валютага алмаштириб олиниши мумкин. Портфель инвестицияларнинг амалга оширилишининг асосий сабаби – таваккалчилик даражасини ҳисобга олган ҳолда хорижий инвестор ўз маблағларини хорижда максимал фойда келтирувчи қимматбаҳо қоғозларга жойлаштириши мумкин. Маълум бир маънода портфель инвестицияси пулни инфляция ва спекуляция йўли билан фойда кўришдан сақлаш воситаси сифатида қарала-

14.4-жадвал

ТЎҒРИДАН-ТЎҒРИ ВА ПОРТФЕЛЬ ИНВЕСТИЦИЯЛАР ЎРТАСИДАГИ ЎЗИГА ХОС ФАРҚЛАР

Белгилар	Бевосита инвестициялар (ТТХИ)	Портфель инвестициялар
Капитал чиқаришдан асосий мақсад	Хорижий фирма устидан назорат ўрнатиш	Юқори фойда олиш
Мақсадга эришиш йўллари	Хорижда ишлаб чиқаришни ташкил этиш ва олиб бориш	Хорижий қимматбаҳо қоғозларини сотиб олиш
Мақсадга эришиш усуллари	а) хорижий фирмага тўлиқ эгалик қилиш б) акциялар назорат пакетини сотиб олиш (ХВЖ низомига биноан компания акционер капиталининг 25%дан кам бўлмаслиги керак)	Хорижий фирма акционер капиталининг 25%дан (АҚШ, Япония, Германияда 10%дан) камини сотиб олиш
Даромад шакллари	Тадбиркорлик фаолияти фойдаси, дивидендлар	Дивидендлар, фоизлар

ди. Бунда инвестиция қилинаётган соҳа ҳам, қимматбаҳо қоғоз тури ҳам ҳеч қандай аҳамиятга эга эмас, у устама курс ўсишига қараб, исталган фойдани берса ва девидендлар тўланса бўлди.

Бошқа шакл – ***ссуда капиталининг ҳаракати*** миллий ишлаб чиқариш жараёнларига бевосита алоқага эга бўлмасдан, қабул қилувчи мамлакатдаги такрор ишлаб чиқариш жараёнига билвосита тарзда таъсир қилиши мумкин.

Капиталнинг ссуда шаклидаги миграцияси деганда капиталнинг барча халқаро ҳаракатланиши тушунилиб, қуйидаги турдаги тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва тўғридан-тўғри инвестициялар бундан мустасно:

- давлат ва хусусий заёмлар;
- бошқа мамлакатларнинг облигациялари, хорижий компанияларнинг векселлари ва траттини сотиб олиш;
- қарзлар бўйича тўловлар;
- банклараро депозитлар;
- ривожланишга расмий ёрдам.

Халқаро валюта фонди яна бир гуруҳ – «бошқа инвестициялар» гуруҳини ажратади. Бу гуруҳ асосан халқаро заёмлар ва банк депозитларидан ташкил топади. Улар баъзида портфель, баъзида тўғридан-тўғри инвестициялар таркибида бўлиши мумкин.

14.3. Хорижий инвестицияларни жалб қилиш тамойиллари ва йўналишлари

Иқтисодиётнинг устувор тармоқларини ривожлантириш учун хорижий инвестицияларни жалб қилиш сиёсати мавжуд маблағлардан, вақтдан ва имкониятлардан самарали фойдаланишга, турли хил рискларни, мавжуд шарт-шароитларни ҳисобга олган ҳолда бойликларни самарали жойлаштиришга ва шу йўл билан республика иқтисодиётини кўтаришга, унинг жаҳон иқтисодий тизимига қўшилишига, чет эл инвестицияларининг кириб келишини ва рағбатлантириш йўли билан инвестицияларни кўпроқ иқтисодиётнинг устувор тармоқларига жалб қилишга ҳамда улардан самарали фойдаланишга қаратилган.

Жумладан, мамлакат инвестиция сиёсатини ишлаб чиқишда хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг қуйидаги тамойилларига асосланиш муҳим аҳамият касб этади.

1. *Стратегик якдиллик тамойили.* Бу тамойилнинг иқтисодий моҳияти мамлакат ҳудудларини ривожлантиришга йўналтирилган узоқ истиқболли ривожланиш стратегиясини ишлаб чиқиш билан белгиланади (14.3-расм).

2. *Марказлашмаган бошқарув тамойили.* Маълумки, қарорларни қабул қилишнинг марказлашган тизими ҳукумат органларининг айрим инвесторларга ён босиши билан боғлиқ салбий рақобат ошишига имкон яратади. Шу нуқтаи назардан давлат даражасида хорижий инвесторларнинг ҳудудий фаоллигига эътибор қаратиш лозим.

3. *Мослашувчанлик тамойили.* Давлат инвестиция сиёсатини мамлакат ва жаҳон иқтисодиётининг ўзгарувчан шароитга қараб доимий равишда мослаштириш ва қайта кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ. Давлатнинг марказлашган бошқарув тизимида давлат инвестиция сиёсатини амалга ошириш жуда қийин. Шунинг учун давлат бошқарувида мамлакат ва глобал иқтисодиёт ўзгаришларига мослашувчан замонавий менежмент ташкилий тузилмаларини жорий этиш лозим.

4. *Ахборотлар очиқлиги тамойили.* Давлат инвестиция сиёсати хорижий инвестиция лойиҳалари ва чора-тадбирлари, маъмурий тартиблар ва қонуний-меъёрий ҳужжатлар базаси ва бошқа-

лар тўғрисидаги маълумотларни ўзида жамлаган ахборот порталини ташкил этиш ва ривожлантиришни назарда тутиши лозим.

5. *Барқарорлик тамойили.* Маълумки, хорижий инвестициялар жозибадорлигининг муҳим омилларидан бири, бу давлат кафолати ва унинг барқарорлигини таъминлаш ҳисобланди. Хорижий инвесторлар ишончини оқлаш учун қонуний-меъёрий базани такомиллаштириш ва давлат ҳамда жамоатчилик институтларини мустаҳкамлаш зарур.

6. *Инновацион ривожланиш тамойили.* Давлат инвестиция сиёсатининг асосий иқтисодий моҳияти, саноат тармоқларини ривожлантириш устуворлиги ва уларни техник ва технологик қолоқлигини бартараф этишга қаратилган хорижий инвестицияларни жорий этишга қаратилган бўлмоғи лозим.

7. *Инвестицияларнинг очиқлиги тамойили.* Капитални четга чиқиб кетиши учун самарали тўсиқлар яратиш лозим, жумладан оффшорлар орқали. Яширин иқтисодиётнинг оффшор ва бошқа механизмлари иқтисодиётнинг реал тармоқлари ривожланишига салбий таъсир кўрсатади.

14.3-расм. **Хорижий инвестицияларни жалб қилиш тамойиллари.**

8. *Ижтимоий йўналтирилганлик тамойили.* Хорижий инвестор ҳам бошқа тадбиркорлар каби биринча галда жалб этган инвестициясига нисбатан максимал даражада фойда олишга интилади ва ижтимоий кафолат улар учун устувор аҳамиятга эга эмас. Шу нуқтаи назардан Давлат инвестиция сиёсати қуйидаги вазифаларни ҳам ечиши лозим: а) иш ўринларини яратиш ва аҳолининг турмуш даражасини оширишни рағбатлантириш; б) хорижий корхоналар ишчилари меҳнат ҳуқуқларига риоя қилиниш назоратини таъминлаши керак.

9. *Тенглик тамойили.* Ҳар қандай давлат дастурларини ишлаб чиқишда турли хил гуруҳлар манфаатлари инобатга олинади. Давлат инвестиция сиёсатида бу тамойил давлат ва инвесторлар, инвесторлар ва корхона мулкдорлари, маҳаллий ва хорижий инвесторлар ўртасидаги манфаатлар тўқнашувидир. Асосийси бу жараёнда томонлар ўз мажбуриятларини ҳалол ва виждонан бажарилишини таъминлаш асосида миллий ривожланиш устуворлигини аниқлаб олиш лозим.

Юқоридагилардан кўриниб турибдики, давлат инвестиция сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга оширишда инвестицияларни жалб қилиш тамойиллари муҳим аҳамият касб этади. Ушбу жиҳатлар Ўзбекистон Республикасининг «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги қонунида ҳам инобатга олинган ва унга мувофиқ инвестициялар ва инвестиция фаолиятининг ***асосий тамойиллари*** қуйидагилардан иборат (14.4-расм):

14.4-расм. **Ўзбекистон Республикасида инвестициялар ва инвестиция фаолиятининг асосий тамойиллари.**

- қонунийлик;
- ошкоралик ва очиқлик;
- инвестиция фаолиятини амалга ошириш эркинлиги;
- адолатлилик ва инвестиция фаолияти субъектларининг тенглиги;
- инвесторларга нисбатан камситишга йўл қўймаслик;
- инвесторларнинг виждонлилиги презумпцияси.

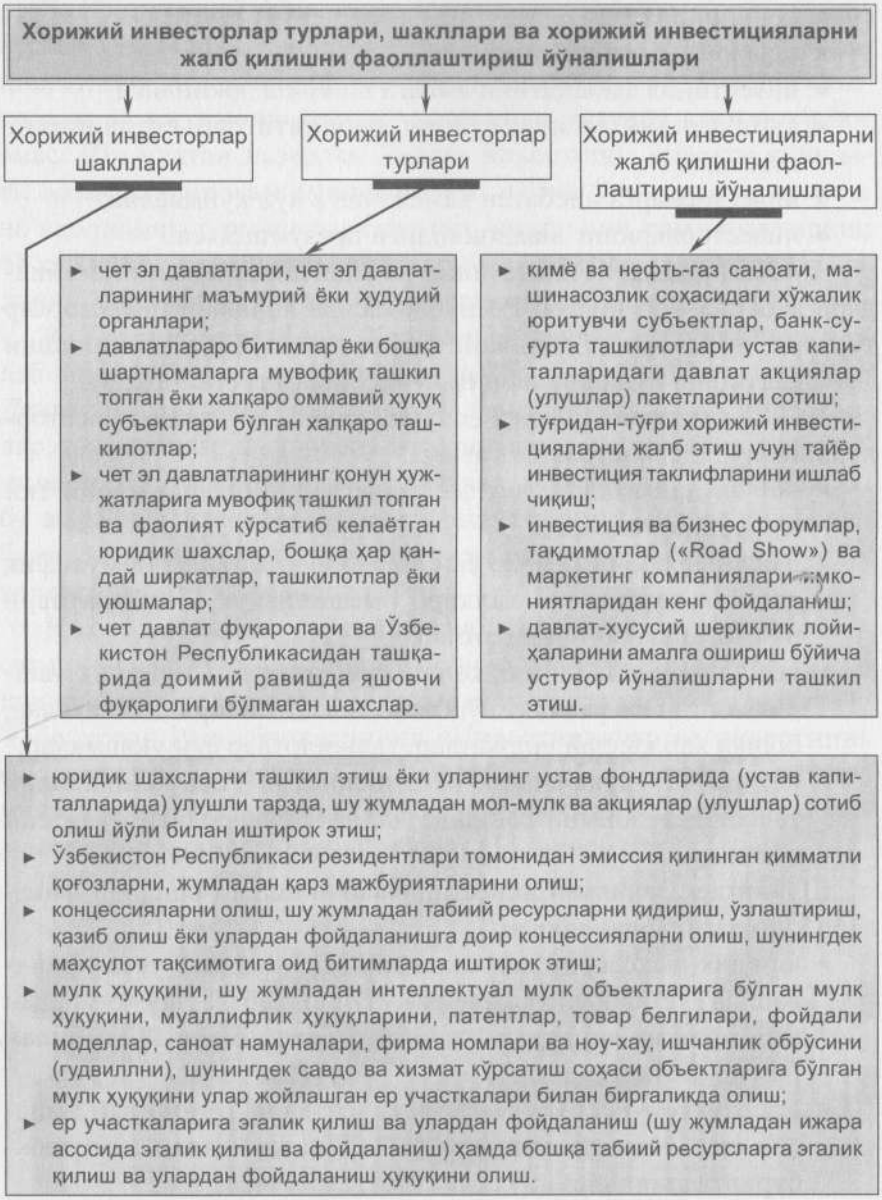
Инвестициялар ва инвестиция фаолиятининг асосий тамойиллари асосида Ўзбекистон Республикасида хорижий инвесторлар турлари, шакллари ва хорижий инвестицияларни жалб қилишни фаоллаштириш йўналишларини кўриб чиқамиз (14.5-расм).

Жумладан, Ўзбекистон Республикасида хорижий инвесторларнинг қуйидаги ***турлари*** мавжуд:

- чет эл давлатлари, чет эл давлатларининг маъмурий ёки ҳудудий органлари;
- давлатлараро битимлар ёки бошқа шартномаларга мувофиқ ташкил топган ёки халқаро оммавий ҳуқуқ субъектлари бўлган халқаро ташкилотлар;
- чет эл давлатларининг қонун ҳужжатларига мувофиқ ташкил топган ва фаолият кўрсатиб келаётган юридик шахслар, бошқа ҳар қандай ширкатлар, ташкилотлар ёки уюшмалар;
- чет давлат фуқаролари ва Ўзбекистон Республикасидан ташқарида доимий равишда яшовчи фуқаролиги бўлмаган шахслар.

Шунингдек, хорижий инвестицияларни амалга ошириш шакллари қуйидагилардан иборат:

- юридик шахсларни ташкил этиш ёки уларнинг устав фондларида (устав капиталларида) улушли тарзда, шу жумладан мол-мулк ва акциялар (улушлар) сотиб олиш йўли билан иштирок этиш;
- Ўзбекистон Республикаси резидентлари томонидан эмиссия қилинган қимматли қоғозларни, жумладан қарз мажбуриятларини олиш;
- концессияларни олиш, шу жумладан табиий ресурсларни қидириш, ўзлаштириш, қазиб олиш ёки улардан фойдаланишга доир концессияларни олиш, шунингдек маҳсулот тақсимотига оид битимларда иштирок этиш;



14.5-расм. **Ўзбекистон Республикасида хорижий инвесторлар турлари, шакллари ва хорижий инвестицияларни жалб қилишни фаоллаштириш йўналишлари.**

- мулк ҳуқуқини, шу жумладан интеллектуал мулк объектларига бўлган мулк ҳуқуқини, муаллифлик ҳуқуқларини, патентлар, товар белгилари, фойдали моделлар, саноат намуналари, фирма номлари ва ноу-хау, ишчанлик обрўсини (гудвиллни), шунингдек савдо ва хизмат кўрсатиш соҳаси объектларига бўлган мулк ҳуқуқини улар жойлашган ер участкалари билан биргаликда олиш;
- ер участкаларига эгалик қилиш ва улардан фойдаланиш (шу жумладан ижара асосида эгалик қилиш ва фойдаланиш) ҳамда бошқа табиий ресурсларга эгалик қилиш ва улардан фойдаланиш ҳуқуқини олиш.

Шунингдек, инвесторлар қонун ҳужжатларига зид бўлмаган бошқа шаклларда, инвестициялар киритишнинг турли шаклларини бирлаштириш воситасида амалга оширилиши мумкин.

Сўнгги йилларда Ўзбекистонда тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш ишларини фаоллаштиришга алоҳида эътибор қаратилмоқда. Жумладан, ҳукумат қарори билан тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилишни фаоллаштиришнинг қуйидаги ***йўналишлари*** белгилаб олинди:

- кимё ва нефть-газ саноати, машинасозлик соҳасидаги хўжалик юритувчи субъектлар, банк-суғурта ташкилотлари устав капиталларидаги давлат акциялар (улушлар) пакетларини сотиш;
- тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб этиш учун тайёр инвестиция таклифларини ишлаб чиқиш;
- инвестиция ва бизнес форумлар, тақдимотлар («Road Show») ва маркетинг компаниялари имкониятларидан кенг фойдаланиш;
- давлат-хусусий шериклик лойиҳаларини амалга ошириш бўйича устувор йўналишларни ташкил этиш.[1]

Шу ўринда, инвестиция муҳитини янада яхшилаш, хусусийлаштириш, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш, техник жиҳатдан қайта жиҳозлаш ва реконструкция қилиш, республика-

[1] Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги ПҚ-4300-сонли «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори.

нинг ортиқча ишчи кучи мавжуд бўлган минтақаларида янги иш жойларини яратиш дастурларини амалга оширишга тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестицияларни кенг жалб этиш, шунингдек хорижий инвесторлар учун ишончли ҳуқуқий ҳимоя ва кафолатларни таъминлаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президенти фармони қабул қилинди.[1] Унга мувофиқ тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестициялар ҳажми қуйидагича бўлганда мазкур ***солиқ имтиёзлари*** берилади:

- 300 минг АҚШ долларидан 3 миллион АҚШ долларигача – 3 йил муддатга;
- 3 миллиондан ортиқ АҚШ долларидан 10 миллион АҚШ долларигача – 5 йил муддатга;
- 10 миллион АҚШ долларидан ортиқ бўлганда – 7 йил муддатга.

Хорижий инвесторлар учун белгиланган ***кафолатлар*** қуйидаги ҳолларда қўлланилади:

- хорижий инвесторларга тўланадиган, дивиденд тарзида олинадиган даромадлар бўйича фойда солиғи (ставкалари) кўпайиши;
- хорижий инвесторнинг чет элга ўтказиладиган даромадлари (фойдаси)ни ўз мамлакатига қайтариш тартиботини мураккаблаштирувчи ёки уларнинг миқдорини камайтирувчи қўшимча талаблар жорий этилиши, бунда давлат хорижий инвестициялар иштирокидаги корхонанинг тўловга қобилиятсизлиги ва банкротлиги ёки кредит берувчиларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш, хорижий инвестор – жисмоний шахс содир этган жиноий қилмиш ёки маъмурий ҳуқуқбузарлик ҳолларида ёхуд суд ёки ҳакамликнинг қарорига мувофиқ даромад (фойда)ни ўз мамлакатига қайтаришни тўхтатиб туришнинг бошқа зарурати бўлганда хорижий инвестор маблағларини қонун ҳужжатларини камситмайдиган тарзда қўллаш шартлари асосида ўз мамлакатига қайтарилишини тўхтатиб туриш ҳоллари мустасно;

[1] Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2005 йил 11 апрелдаги ПФ-3594-сонли «Тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестицияларни жалб этишни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги фармони.

- инвестицияларнинг миқдори бўйича инвестициялаш ҳажмларига миқдорий чеклашлар ҳамда бошқа қўшимча талаблар, шу жумладан хорижий инвестициялар иштирокидаги корхоналарда хорижий инвестицияларнинг минимал миқдорини кўпайтириш тарзидаги талаблар жорий этилиши;
- республика корхоналарининг устав жамғармаларида хорижий инвесторнинг улуш билан иштирок этиши бўйича чеклашлар жорий этилиши;
- хорижий инвесторларнинг визаларини расмийлаштириш ва узайтириш борасидаги қўшимча тартиботлар, шунингдек хорижий инвестицияларни амалга ошириш бўйича бошқа қўшимча талаблар жорий этилиши.

Тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестициялар қуйидаги иқтисодиёт тармоқлари учун ***имтиёзлар*** жорий этилади:

1. Радиоэлектрон саноати буюмлари ҳамда компьютер ва ҳисоблаш техникасини бутловчи буюмларни ишлаб чиқариш.
2. Енгил саноат:
3. Ипакчилик саноати:
4. Қурилиш материаллари саноати:
5. Парранда гўшти ва тухумни саноат миқёсида етиштириш.
6. Озиқ-овқат саноати:
7. Гўшт-сут саноати:
9. Кимё саноати.
10. Нефт-кимё саноати.
11. Тиббиёт саноати, шунингдек ветеринария учун дори воситаларини ишлаб чиқариш.
12. Қадоқлаш материалларини ишлаб чиқариш.
13. Муқобил энергия манбалари негизида электр станциялари қуриш.
14. Кўмир саноати:
15. Ишлаб чиқаришга мўлжалланган электроферросплав ва металл буюмларни ишлаб чиқариш.
16. Машинасозлик ва металга ишлов бериш:
17. Станоксозлик ва асбобсозлик саноати.
18. Шиша ва чинни-фаянс саноати.
19. Микробиология саноати.
20. Ўйинчоқлар ишлаб чиқариш.

21. Туризм:

22. Чиқиндилар билан боғлиқ ишларни амалга ошириш.

Хорижий корхоналарни ташкил этиш орқали чет эл инвестицияларини жалб қилиш бугунги кунда кенгайиб бормоқда. Ўзбекистонда хорижий инвестиция иштирокидаги корхоналар иқтисодиётнинг турли соҳаларида ташкил этилиши мумкин.

Йирик хорижий компания ва корхоналар ўз мол-мулклари бир қисмини ажратиб, шўъба корхоналар очиши мумкин. Бундай шўъба корхоналарга ҳам қўшма корхоналарга қўйилган талаблар белгиланган.

Икки ёки учдан ортиқ давлат ёки корхоналар ўз капиталларини жамлаган ҳолда халқаро ташкилотлар ташкил этиши мумкин.

Концессия шартномалари – бу табиий бойликларни, айрим фойдали қазилмаларни қазиб олиш ва ўзлаштириш учун тузилган шартномалардир.

Лизинг шартномаси эса чет эл инвестициялари иштирокида асбоб-ускуналарни, техника-технологияларни узоқ муддатга ижарага олиш.

Тендерлар эса танлов асосида инвесторларнинг инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга жалб этилишидир.

Эркин иқтисодий ҳудуд – бу маълум ҳудудда чет эл инвестициялари эркин кириб келиши ва уларга нисбатан қатор имтиёзлар белгиланган ҳудуддир. Ўзбекистон Республикасининг «Эркин иқтисодий ҳудудлар тўғрисида»ги қонунида эркин иқтисодий ҳудудга қуйидагича таъриф берилган:

«Эркин иқтисодий ҳудудлар – минтақани жадал ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш учун мамлакат ва чет эл капиталини, истиқболли технология ва бошқарув тажрибасини жалб этиш мақсадида тузиладиган, аниқ белгиланган маъмурий чегаралари ва алоҳида ҳуқуқий тартиботи бўлган махсус ажратилган ҳудуддир».

Эркин иқтисодий ҳудудларни ташкил этиш жараёнида давлат қўллаб-қувватловчи, рағбатлантирувчи ҳамда назорат қилувчи сифатида бош ислоҳотчи бўлиши лозим. Давлатнинг бош ислоҳотчи сифатида қатнашиши хорижий тажрибасида аниқ намоён бўлади, масалан, Хитой ҳукумати 1 доллар чет эл инвестицияларни жалб этиш учун 4 доллар ўз маблағларини сафарбар этган. На-

тижада, миллий ва асосан, хорижий инвесторлар ҳудудларга инвестициялар кирита бошлаган, бу эса ўз навбатида, мамлакат иқтисодиётининг ривожи учун пойдевор бўлиб хизмат қилди.

Молиявий активлар – бу қимматли коғозлар бўлиб, у чет эл капиталини жалб этиш, чет эл кредитларини олиш ва чет эл капиталини банк депозитларига жалб этиш учун эмиссия қилинади.

Инвестиция фаолиятини амалга ошириш ва чет эл инвестициясини фаол жалб этиш учун, нафақат, ҳудудлар балки, тармоқларда, шунингдек, инвестиция фаолиятининг субъекти ва объектларида ҳам инвестицион жозибадорлик рейтингларини таҳлил этиб, ҳисоблаб чиқиш зарурдир. Бунда, асосан, чет эл инвестициясини иқтисодиёт соҳалари бўйича мутаносиб жалб этишнинг комплекс дастурини ишлаб чиқиш ва унда тармоқларни, асосан, 3 гуруҳга, яъни ишлаб чиқариш, хизмат кўрсатиш ва ижтимоий соҳаларга бўлиб, инвестицияни устувор даражада реал секторга йўналтириб, сўнг қолган соҳаларни ривожлантиришга ҳамда иқтисодиёт ривожланиши ва заруриятидан келиб чиқиб, хизмат кўрсатиш ва ижтимоий соҳаларга ҳам жалб этилса, мақсадга мувофиқ бўлар эди.

Давлат тартибга солишнинг қуйидаги усулларидан фойдаланади:

1. *Молиявий:*

- жадаллаштирилган амортизация;
- солиқ имтиёзлари;
- субсидиялар, қарзлар бериш;
- кредитларни суғурталаш ва кафолатлаш;

2. *Номолиявий:*

- ер участкалари ажратиш;
- зарурий инфраструктура билан таъминлаш;
- техник ёрдам кўрсатиш.

Иқтисодиётни таркибий ўзгартиришда Ўзбекистон йирик халқаро молия институтлари, ҳукумат ташкилотлари ва хорижий банкларни, биринчи навбатда мамлакатимиз билан йирик инвестиция лойиҳасини амалга ошириш бўйича ўзаро ҳамкорлик алоқаларини кенгайтиришга катта қизиқиш билдираётган Осиё тараққиёт банки, Жаҳон банки, Ислом тараққиёт банки, Япония, Жанубий Корея ва ХХР тараққиёт банклари, қатор араб давлатларининг инвестиция фондларини жалб этиш масаласига катта аҳамият беради.

Халқаро инвестицияларни тартибга солиш бўйича муҳим амалий ҳужжатлардан бири Осиё-Тинч океани ҳамкорлиги ташкилоти доирасида ишлаб чиқилган хорижий инвестицияларнинг «кўнгилли кодекси»дир. Келажакда умумжаҳон савдо ташкилоти (УСТ) томонидан фойдаланилиши мумкин бўлган ушбу «кодекс» да қуйидаги инвестицион тамойиллар қайд этилган:

- транспарентлик;
- донор-мамлакатларга нодискриминацион ёндашув;
- хорижий инвесторлар учун миллий режим;
- инвестицион рағбатларни соғлиқни сақлаш, хавфсизлик ва атроф-муҳитни муҳофаза қилишни таъминлаш билан мос тушиши;
- савдони ва капитал қўйилмалар ўсишини чегараловчи инвестицияларга бўлган чекловларни минималлаштириш;
- инвестицияларни экспроприация қилинишидан воз кечиш (бунда ижтимоий мақсадлар учун ва миллий қонунчилик доирасида, нодискриминация асосида, халқаро ҳуқуқ қоидаларига амал қилган ҳолда ва етарли ва самарали компенсация тўланиши шарти билан экспроприация амалга оширилиши мумкин);
- рўйхатдан ўтказилиш ва конвертациялашувнинг таъминланиши;
- капитални олиб чиқишдаги тўсиқларни йўқотиш;
- икки маротаба солиққа тортишни бекор қилиш;
- реципиент мамлакатнинг миллий қонунчилигига, маъмурий тартиб ва қоидаларига хорижий инвесторнинг амал қилиши;
- инвестицион лойиҳани амалга ошириш билан боғлиқ хорижий мутахассисларни мамлакатдан чиқишига ва вақтинча ташриф буюришига рухсат бериш;
- маслаҳатлар ва музокара ёки арбитраж ёрдамида келишмовчиликларни бартараф этиш.

Ўзбекистон Республикаси Инвестиция дастурини амалга оширишда дунёнинг бир нечта мамлакатлари иштирок этмоқда. Инвестицияларни жалб этиш вазифасини давлатимиз кўп укладли бозор иқтисодиётини яратиш ва ривожлантириш асосида хақиқий мулкдорларни шакллантириш билан боғлайди.

Бугунги кунда юртимизда фаолият кўрсатаётган корхоналарни жадал модернизация қилиш ва техник қайта жиҳозлашни таъминлаш, юксак технологиялар асосида ишлайдиган автомобилсозлик ва газ-кимё, электр техникаси ва тўқимачилик, озиқ-овқат ва фармацевтика, ахборот ва телекоммуникациялар тармоғи ҳамда бошқа йўналишлардаги янги ва замонавий ишлаб чиқариш қувватларини ташкил этишга қаратилган фаол инвестиция сиёсатини юритишга устувор эътибор берилмоқда. Энг муҳими, хорижий ва маҳаллий сармоядорлар учун қулай, ҳар томонлама имтиёзли инвестиция муҳити яратилган.

Фаол инвестиция сиёсати мамлакатимизни модернизация қилиш ва янгилаш бўйича амалга оширилаётган чора-тадбирларнинг энг муҳим шарти ва манбаи бўлмоғи керак.

Келгуси йиллардаги устувор йўналишлардан бири мамлакатимизда, энг аввало, жалб қилинаётган тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ҳажмини ошириш, чет эл инвесторлари учун кафолатлар яратиш ҳамда уларнинг ишончини мустаҳкамлаш мақсадида янада қулай инвестиция муҳитини шакллантиришдан иборат.

Юқорида таъкидланганидек, хорижий инвестицияларни жалб қилиш тамойилларини ва йўналишларини глобал иқтисодиётдаги ўзгаришларга қараб, доимий равишда такомиллаштириш, ушбу ўзгаришларга мослаштириш ва қайта кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ.

14.4. Ўзбекистон иқтисодиётига хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг иқтисодий аҳамияти ва ҳозирги ҳолати

Янгиланаётган Ўзбекистон иқтисодиётини модернизация қилиш чора-тадбирларини амалга оширишнинг муҳим шарти ва иқтисодий аҳамияти фаол инвестиция сиёсатини амалга ошириш ва хорижий инвестицияларни жалб этиш ҳисобланади. Иқтисодиётимизга жалб қилинаётган хорижий инвестициялар ҳажми йилдан йилга ортиб бораётгани ҳам бунинг ёрқин далилидир.

Сўнгги йилларда мамлакатимиз иқтисодиётида амалга оширилган кенг кўламли тизимли ислоҳотлар, иқтисодиёт тармоқларини модернизация қилиш борасида татбиқ этилаётган иннова-

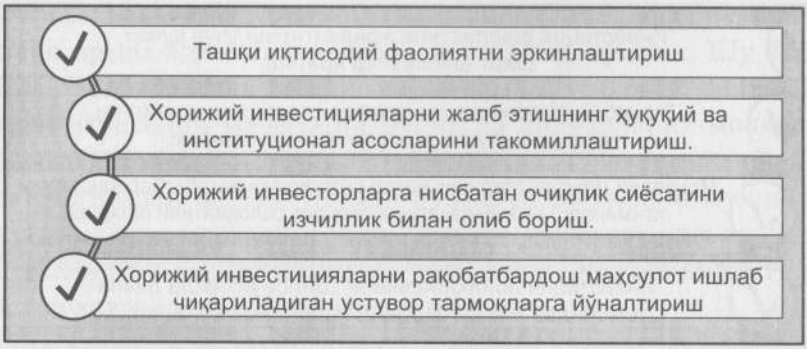
ционусуллар, давр талаблари нуқтаи назаридан қабул қилинган қонунлар, чиқарилган фармонлар, қарорлар барча соҳаларда Ватанимиз тараққиётини янги босқичга кўтаришга хизмат қилмоқда.

Шу ўринда Ўзбекистон иқтисодиётига хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг иқтисодий аҳамиятини шу билан асослаш мумкинки, маълумки, республикадаги асосий ишлаб чиқариш қувватларининг технологик жиҳатдан қолоқлиги, асосий ишлаб чиқариш фондларининг жисмоний ва маънавий жиҳатдан эскирганлиги мамлакатимизнинг барқарор иқтисодиётининг ўсишига салбий таъсир этувчи асосий омиллардан ҳисобланади. Шунингдек, мамлакат иқтисодиётининг таркибий ўзгаришларига қуйидаги омиллар салбий таъсир кўрсатади:

- юқори инфляция шароитида асосий фондлар ва айланма маблағларнинг эскирганлиги ҳисобига кўпчилик корхоналар беқарор молиявий аҳволга тушиб қолиши;
- бозор ва ишлаб чиқариш инфратузилмалари институтларининг ривожланмаганлиги;
- тўғридан-тўғри хорижий инвестиция оқими ҳажми ички эҳтиёжлардан пастлиги;
- аҳоли тўлов қобилиятининг пастлиги ҳисобига жадаллашган амортизация тизимини жорий этиш имкониятининг чекланганлиги;
- бозор иқтисодиёти муносабатларининг дастлабки йилларида давлат инвестицион фаоллигининг кескин камайиши ва бошқалар.

Иқтисодий ислоҳотларни чуқурлаштириш ва иқтисодиётни модернизация қилишнинг муҳим омилларидан бири – иқтисодиётга хорижий инвестицияларни жалб этишдан иборат. Бу борада давлат инвестиция сиёсати қуйидаги тамойилларга асосланмоғи лозим (14.6-расм):

- ташқи иқтисодий фаолиятни эркинлаштириш;
- хорижий инвестицияларни жалб этишнинг ҳуқуқий ва институционал асосларини такомиллаштириш;
- хорижий инвесторларга нисбатан очиқлик сиёсатини изчиллик билан олиб бориш;
- хорижий инвестицияларни рақобатбардош маҳсулот ишлаб чиқариладиган устувор тармоқларга йўналтириш.



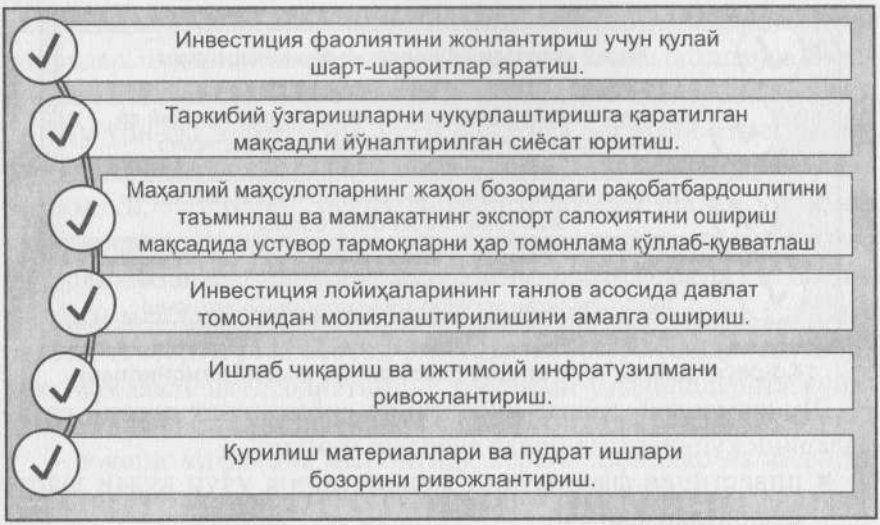
14.6-расм. **Давлат инвестиция сиёсатининг асосий тамойиллари.**

Шу жумладан, давлат инвестиция сиёсатининг асосий вазифаларини қуйидагилар билан асослаш мумкин:

- инвестиция фаолиятини жонлантириш учун қулай шарт-шароитлар яратиш;
- таркибий ўзгаришларни чуқурлаштиришга қаратилган мақсадли йўналтирилган сиёсат юритиш;
- маҳаллий маҳсулотларнинг жаҳон бозоридаги рақобатбардошлигини таъминлаш ва мамлакатнинг экспорт салоҳиятини ошириш мақсадида устувор тармоқларни ҳар томонлама қўллаб-қувватлаш;
- инвестиция лойиҳаларининг танлов асосида давлат томонидан молиялаштирилишини амалга ошириш;
- ишлаб чиқариш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш;
- қурилиш материаллари ва пудрат ишлари бозорини ривожлантириш.

Хорижий инвестицияларни миллий иқтисодиётга кенг миқёсда жалб этиш ўтиш давринининг стратегик ва жорий вазифаларини ҳал этиш зарурияти билан боғлиқ. Ушбу вазифалар ичида энг муҳимлари – иқтисодиётда таркибий ўзгартиришларни амалга ошириш, мамлакатнинг экспорт салоҳиятини мустаҳкамлаш, иқтисодиётни модернизациялаш, юқори технологик рақобатбардош тармоқларни яратиш, инновацион технология ва бошқарув тажрибаларини жалб этишдир.

Ўзбекистон иқтисодиётига хорижий инвестициялар оқимининг жадал суръатларда ўсишини қуйидаги омиллар белгилаб бермоқда:



14.7-расм. **Давлат инвестиция сиёсатининг асосий вазифалари.**

- мамлакатдаги инвестиция муҳитининг барқарорлиги. Узоқ муддатга мўлжалланган йирик инвестицион лойиҳаларни амалга оширилиши билан характерланади;
- валюта курсини тартибга солишдаги ижобий ўзгаришлар. Миллий валютанинг диверсификациялашуви, маҳаллий товар ишлаб чиқарувчиларга хорижий товар ишлаб чиқарувчилар ва импорт қилинадиган товарларга нисбатан рақобат курашида маълум афзалликни беради;
- бугунги кунгача жаҳон товар бозорларидаги ижобий ҳолатлар ва миллий экспорт таркибидаги асосий товарларга (олтин, мис, пахта толаси) қулай нарх конъюнктураси йирик миллий экспортёрларнинг молиявий имкониятларини кенгайтирди ва ўзларининг инвестицион дастурларини молиялаштиришнинг фаоллаштирилишига, кенгайишига олиб келди. Бу эса, ўз навбатида, ўзаро боғлиқ, тармоқлар маҳсулотига талабнинг ўсишига сабабчи бўлди ва мультипликатор самарасини ҳаракатга келтирди;
- давлат молияси ва давлат қарзига хизмат кўрсатиш ҳолатининг мўътадиллашуви.

Мамлакатимизга киритилаётган хорижий инвестицияларда давлат кафолатининг камайиб боришини хорижий инвесторларда

республикамизда олиб борилаётган иқтисодий сиёсатга бўлган ишонч ортиб бораётганлиги билан изоҳлаш мумкин. Шу билан бирга, иқтисодиётни модернизациялаш шароитида, давлат томонидан иқтисодий манфаатли бўлмаган лойиҳаларни молиялаш тўхтатила бошланди. Ҳукумат томонидан фақат иқтисодий манфаат чегараланган ёки умуман бўлмаган ижтимоий муҳим лойиҳалар кафолатланади. Булар, биринчи навбатда, сув таъминоти, таълим ва соғлиқни сақлаш, транспорт ва алоқа инфратузилмаси соҳаларидаги лойиҳалардан иборат.

Хорижий инвестицияларнинг ўсишида халқаро молия институтлари қарзлари доирасида импорт алоқаларни қайд этиш тартибининг соддалаштирилиши, саноат корхоналарини модернизациялаш ва техник қайта таъминлаш, солиқ юкининг пасайтирилиши, маҳсулот тақсимлаш тўғрисидаги битимнинг қўлланиши, шунингдек, хорижий инвесторлар билан инвестиция шартномаларини тузиш йўли орқали алоҳида имтиёзлар ҳамда преференциялар тақдим қилиш асосий омиллар бўлди.

Иқтисодиётни эркинлаштириш шароитида донор мамлакатлар билан истиқболдаги устувор йўналишларни аниқлаш борасида биргаликдаги ишлар жадаллашди. Бунда, биринчи навбатда, асосий эътибор минтақалараро ҳамкорлик лойиҳаларини амалга ошириш, коммунал тармоқда ислоҳотларни чуқурлаштириш, экин ер майдонларининг мелиоратив ҳолатини яхшилаш, кадрлар тайёрлашнинг миллий таълим дастурини амалга оширишга кўмаклашиш, тиббиёт муассасаларини юқори технологиядаги ускуналар билан жиҳозлаш, молиявий ташкилотларнинг самарадорлигини ошириш кабиларга қаратилди.

Хусусан, дунёнинг қатор давлатлари, биринчи навбатда, бугунги кунда бизда асосий ҳамкор сифатида қаралувчи, иқтисодий алоқалар жадал ривожланаётган, қўшма инвестицион лойиҳалар амалга ошириш режалаштирилаётган ёки кўзда тутилаётган Россия, Хитой, Япония, Корея Республикаси ва бошқа мамлакатлар билан савдо-иқтисодий ҳамкорлик алоқалари барқарор суръатларда ривожланмоқда.

Иқтисодиётга жалб этилаётган хорижий инвестицияларнинг тармоқ таркибида жиддий ўзгаришлар содир бўлмоқда. Иқтисодиётни эркинлаштириш босқичларида иқтисодиётга йўналтирилган

хорижий инвестициялар таркибида саноат улуши етакчи ўринни сақлаб қолган ҳолда пасайиш тенденциясига эга. Қишлоқ хўжалиги тармоғини ривожлантиришга қаратилган Ҳукуматнинг саъй-ҳаракатларига қарамасдан қишлоқ хўжалигига йўналтирилган инвестициялар улуши тармоқ эҳтиёжига нисбатан паст-роқ даражада сақланиб турибди.

Бозор иқтисодиёти ислоҳотларини чуқурлаштириш, иқтисодиётни эркинлаштириш ва мулк ҳуқуқини ҳимоя қилишни мустаҳкамлашга қаратилган чора-тадбирларнинг амалга оширилиши мамлакатимизда инвестиция муҳитини яхшилаш ҳамда ҳажми тобора ортиб бораётган хорижий инвестицияларни жалб қилишда ижобий таъсир кўрсатади.

Республикамиз иқтисодиётига хорижий инвестицияларни жалб қилиш нафақат хорижий шериклар билан ҳамкорликда янги, истиқболли лойиҳаларни амалга ошириш, балки янги замонавий техника, дастгоҳ ва ускуналар, технология ва инновацияларни жорий этиш, шу асосда ишлаб чиқариладиган маҳсулотларнинг юқори сифатини таъминлашга қаратилган.

Ҳозирги кунда инвестиция соҳасида рўй бераётган таркибий ўзгаришлар эътиборга молик. Сўнгги йилларда мамлакатимизда самарали қонунчилик базаси, хорижий сармоядорлар учун кенг кўламли ҳуқуқий кафолат ва имтиёзлар мажмуи яратилди, хориж капитали иштирокидаги корхоналар фаолиятини рағбатлантириш бўйича яхлит чора-тадбирлар тизими ишлаб чиқилди. Ушбу жиҳатлар Ўзбекистон Республикасининг «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги Қонунида[1] ўз аксини топган. Қонун Ўзбекистоннинг иқтисодий жиҳатдан юксалиши ва халқаро жаҳон хўжалик муносабатларига интеграциялашувининг ғоят муҳим ва техник қайта жиҳозлашга хорижий инвестицияларни кенг жалб қилиш йўлидаги стратегик йўналишини ҳам белгилаб беради.

Миллий иқтисодиётни ривожлантиришда хорижий инвестицияларнинг аҳамияти бениҳоят катта бўлиб, у қуйидагилар билан изоҳланади:

[1] Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 17 майдаги «Инвестиция ва бошқарув компаниялари фаолияти тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги 414-сон қарори.

биринчидан, хорижий инвестициялар ишлаб чиқаришга замонавий техника ва технологияларни жорий этиб, экспортга мўлжалланган маҳсулотларни ишлаб чиқаришни ривожлантиради;

иккинчидан, импорт ўрнини босувчи товар ишлаб чиқаришни йўлга қўйиш ва бунинг учун хорижий инвестицияларни иқтисодиётнинг устувор соҳаларига йўналтириш ва пировардида аҳолининг меъёрдаги турмуш даражасини таъминлаш имконини яратади;

учинчидан, кичик бизнесни ривожлантириш ва қишлоқ хўжалиги ишлаб чиқаришини жадаллаштириш орқали ўсиб бораётган аҳолини иш жойлари билан таъминлайди;

тўртинчидан, корхоналарнинг эскирган ишлаб чиқариш қувватларини, моддий-техник базасини янгилайди ва техник қайта қуроллантиради;

Инвестиция лойиҳалари, аввало, устувор тармоқларга, яъни нефть ва кимё саноати, транспорт, энергетика, ер ости қазилма бойликларини ишлаб чиқаришга, қурилиш, телекоммуникация тармоқларига, қишлоқ хўжалиги маҳсулотларини ишлаб чиқаришга ва уларни қайта ишлашга, туризм соҳасини ривожлантиришга қаратилиши лозим.

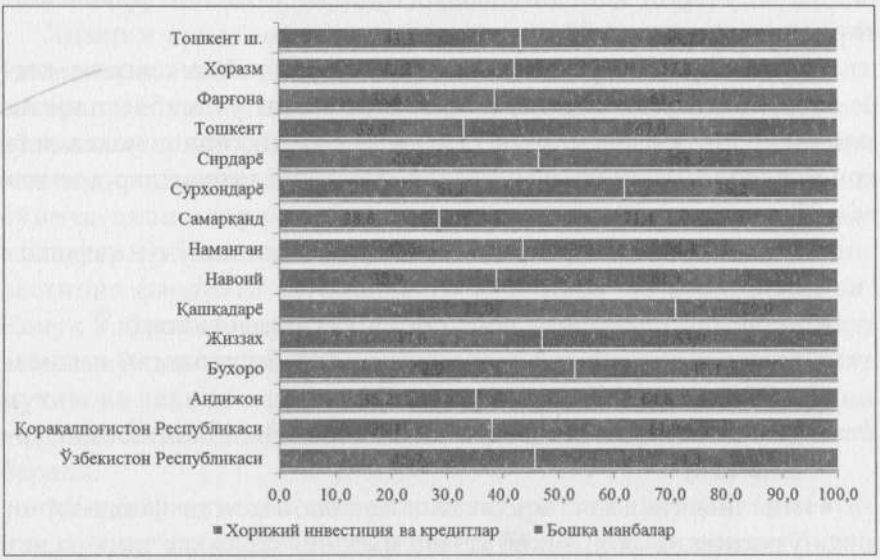
Бугунги кунда хорижий инвестицияларни янада кенгроқ миқёсда жалб қилиш, хорижий инвесторларни ўз маблағларини мамлакат иқтисодиёти учун сарфлашга қизиқтириш мақсадида қонун асосида улар учун имтиёзли молиявий шароитлар яратилган, жумладан:

- хорижий инвесторлар капиталини сақланиши учун кафолатлар;
- кўрилган зарарларни қопланиши учун кафолатлар;
- солиққа тортиш тизимида уларга оид белгиланган имтиёзлар;
- фойда ва даромадларни хорижга олиб чиқиб кетишнинг эркинлиги;
- миллий сўмда ва чет эл валютасида олинган фойдаларни ўтказиш ва олиб чиқиб кетиш имконияти;
- божхона имтиёзларининг мавжудлиги;
- хорижий инвесторларнинг мулклари ва уларнинг ўзларини хавф-хатарлардан суғуртавий муҳофаза қилиш тизимини яратилганлиги.

Юқорида келтирилган Ўзбекистоннинг янги инвестиция сиёсатининг амалиётда изчил амалга оширилиши натижасида мамлакат иқтисодиётига хорижий инвестицияларни жалб қилишда ижобий ўзгаришлар кузатилмоқда.

Жумладан, биргина 2019 йилда тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ҳажми 37,2 трлн.сўмни ташкил этиб, ўтган йилга нисбатан 12,2%га, мос равишда Ўзбекистон Республикаси кафолати остидаги хорижий кредитлар – 27,9 трлн.сўм ва 14,7%, кафолатланмаган ва бошқа хорижий инвестициялар ва кредитлар 21,6 трлн.сўм ва 11,4%га сезиларли ошган. Натижада, жами асосий капиталга инвестицияларнинг молиялаштириш манбалари бўйича таркибида хорижий инвестициялар ва кредитлар улуши 45,7%ни ташкил қилмоқда (14.8-расм).

Ҳудудлар кесимида асосий капиталга хорижий инвестиция ва кредитларнинг таркиби ва улуши турлича бўлиб, бунда республика бўйича жалб қилинаётган асосий капиталга хорижий инвестиция ва кредитлар ҳажми Тошкент шаҳри (18,0 трлн.сўм ёки 20,8%) ва



14.8-расм. **2019 йилда асосий капиталга инвестицияларнинг молиялаштириш манбалари бўйича таркиби, %.**[1]

[1] www.stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитаси расмий сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

14.9-расм. **2019 йилда асосий капиталга хорижий инвестиция ва кредитлар ҳажмининг ҳудудлар бўйича таркиби ва улуши, %.**[1]

Қашқадарё вилоятига (16,7 трлн.сўм ёки 19,3%) тўғри келмоқда (14.9-расм).

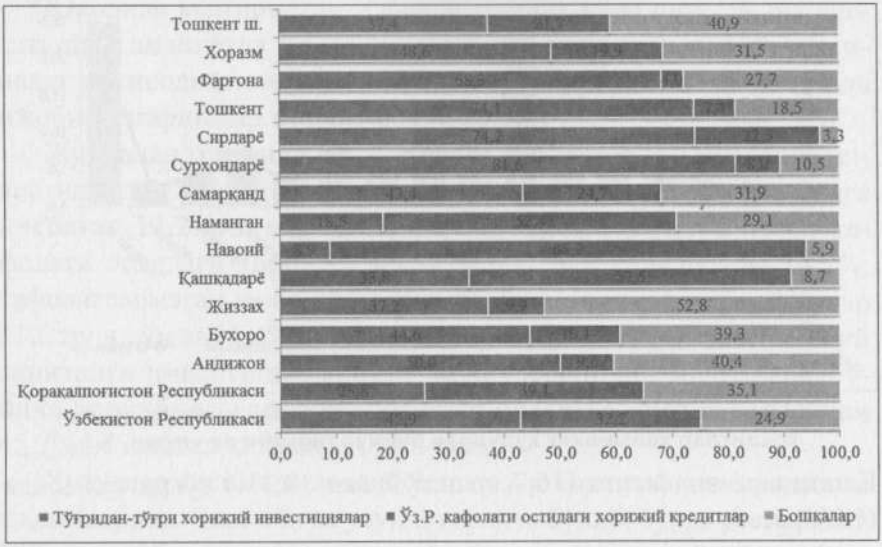
Асосий капиталга хорижий инвестиция ва кредитларнинг ҳудудлар бўйича таркибида тўғридан-тўғри инвестициялар улуши Сурхондарё (81,6%), Сирдарё (74,2%), Тошкент (74,1%), Фарғона (68,3%) ва Андижон (50,0%) вилоятларида юқори бўлмоқда (14.10-расм).

Бу маҳсулот тақсимоти келишуви шартлари асосида газкимё мажмуаси қурилиши билан «Мустақилликнинг 25 йиллиги» конларида қидирув ишларини якунлаш ва ишлар олиб бориш, Ўзбекистон Республикаси инвестиция блокларида (Култак-Қамаши, Муборак, Сурхон, Ашибулоқ ва Коскуд, Ғарбий Фарғона инвестиция блоклари) нефт-газ конларига ишлов бериш ва геологик қидирув ишларини амалга ошириш, ҳудудларда цемент ишлаб чиқариш, тўқимачилик маҳсулотларини ишлаб чиқаришни ташкил этиш каби йирик инвестиция лойиҳаларини жадал олиб борилаётгани билан боғлиқ.

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси кафолати остидаги хорижий кредитларнинг салмоқли улуши Навоий (85,2%), Қашқадарё (57,5%) ва Наманган (52,4%) вилоятларига тўғри келмоқда.

Шу ўринда, 2019 йилда жами 12,1 млрд.АҚШ доллари миқдоридаги хорижий инвестиция ва кредитлар ўзлаштирилди ва шун-

[1] www.stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитаси расмий сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.



14.10-расм. **2019 йилда асосий капиталга хорижий инвестиция ва кредитларнинг ҳудудлар бўйича таркиби, %.[1]**

дан 9,8 млрд.АҚШ доллари асосий капиталга қўйилмалардир (14.11-расм).

Жумладан, жами 5,1 млрд.АҚШ доллари, шундан 4,2 млрд.АҚШ доллари асосий капиталга тўғридан-тўғри инвестициялар, жами

14.11-расм. **2019 йилда хорижий инвестиция ва кредитларнинг ўзлаштирилиши, млрд.АҚШ доллари.[2]**

[1] www.stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитаси расмий сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

[2] Ўша манба.

4,0 млрд.АҚШ доллари, шундан 3,2 млрд.АҚШ доллари Ўзбекистон Республикаси кафолати остидаги хорижий кредитлар ҳамда жами 3,0 млрд.АҚШ доллари, шундан 2,4 млрд.АҚШ доллари бошқа хорижий инвестициялар ва кредитларга тўғри келади.

БМТнинг Савдо ва тараққиёт бўйича конференциясининг (ЮНКТАД) ҳисоботига кўра, жаҳон миқёсида тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ҳажми кетма-кет учинчи йил пасайиб, глобал молиявий инқироздан сўнг дарҳол кузатилган энг паст даражага етди. 2018 йил охирида бу кўрсаткич 19 %га камайди (2017 йилда – 16%).

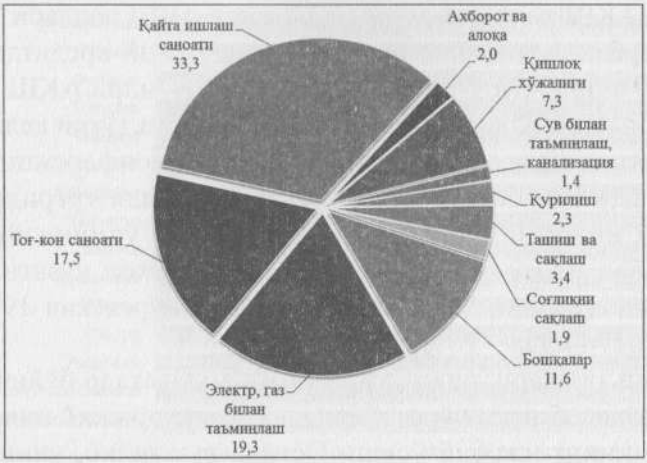
Бундан ташқари, ривожланаётган мамлакатлар бўйича ЮНКТАДнинг ҳисоботига кўра, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ҳажмининг ижобий ўсиши Осиёда кузатилиб, унинг ҳажми 5%га ўсди. Шу ўринда Марказий Осиё мамлакатларида хорижий инвестицияларнинг ўсиши ўртача 8–10 %ни ташкил этган бўлса, Ўзбекистон Республикасида бу кўрсаткич 2018 йилнинг шу даврига (2,9 млрд.доллар, шундан асосий капиталга – 1,6 млрд доллар) нисбатан 3,2 баробарни ташкил этди (9,3 млрд доллар, шундан асосий капиталга – 6.6 млрд доллар) ва Марказий Осиё мамлакатлари орасида ўсиш суръатлари бўйича республикамиз етакчиликни таъминлади.

Хорижий инвестицияларни республикага жалб қилиш бўйича асосий хорижий хамкорлар сифатида Хитой, Россия ва Германияни эътироф этиш мумкин, шу билан бирга Ўзбекистон иқтисодиётига инвестиция киритадиган давлатлар умумий сони 50 тадан ошди.

2019 йилда қайта ишлаш саноат бўйича жами 28,9 трлн.сўмлик хорижий инвестиция ва кредитлар ўзлаштирилган бўлиб, улар жами хорижий инвестиция ва кредитларнинг 33,3%ни ташкил қилмоқда.

Жумладан, тўқимачилик маҳсулотларини ишлаб чиқаришда – 9,0% ёки 7,8 трлн.сўм, нометалл минерал маҳсулотлар ишлаб чиқаришда – 7,6% ёки 6,6 трлн.сўм, кимё маҳсулотлар ишлаб чиқаришда – 5,3% ёки 4,6 трлн.сўм хорижий инвестиция ва кредитлар ўзлаштирилди (14.12-расм).

Электр, газ билан таъминлаш фаолияти турида жами 16,7 трлн. сўмлик хорижий инвестиция ва кредитлар ўзлаштирилди ва бу жами хорижий инвестиция ва кредитларнинг 19,3%ни, тоғ-кон



14.12-расм. **2019 йилда иқтисодий фаолият турлари бўйича хорижий инвестиция ва кредитлар таркиби, %.**[1]

саноатида эса 15,1 трлн.сўмни ёки жами хорижий инвестиция ва кредитларнинг 17,5%ни ташкил қилди.

2020 йил ва ундан кейинги йилларда тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва кредитларни фаол жалб қилиш, уларни электр энергетика, ахборот технологиялари, шунингдек мавжуд хом ашёни чуқур қайта ишлаш орқали юқори қўшилган қиймат занжирини яратишга қаратилган кимё саноати, электротехника маҳсулотларини ишлаб чиқариш, енгил саноат, қишлоқ хўжалиги ва қурилиш материаллари ишлаб чиқариш каби устувор соҳалардаги лойиҳаларни амалга ошириш орқали уларнинг йўналишларини диверсификация қилиш ишлари давом эттирилади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 9 январдаги ПҚ-4563-сон қарори билан тасдиқланган Инвестиция дастурига мувофиқ 2020 йилда молиялаштиришнинг барча манбалари ҳисобидан асосий капиталга қарийиб 233,2 трлн. сўм капитал қўйилмалар ўзлаштирилиши режалаштирилган, бунда тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва кредитларнинг – 7,1 млрд. доллар, давлат кафолати остидаги хорижий инвестициялар ва кредитлар – 2,7 млрд. доллар ўзлаштирилиши режалаштирилмоқда.

[1] www.stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитаси расмий сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

Хусусан, 2020 йилда ижтимоий, инфратузилма ва ишлаб чиқариш аҳамиятига эга бўлган 2 мингдан зиёд объектлар фойдаланишга топширилиши режалаштирилган: 206 та йирик ишлаб чиқариш қувватлари, 240 та ҳудудий ишлаб чиқариш объектлари, 1,6 мингта ижтимоий ва инфратузилма аҳамиятига эга объектлар.

Назорат учун саволлар

1. *Хорижий инвестицияларни жалб қилишга асосан қандай омиллар таъсир кўрсатади?*
2. *Махсус иқтисодий зона деганда нимани тушунасиз ва уларнинг жаҳон амалиётида қўлланиладиган қандай моделларини биласиз?*
3. *Ўзбекистонда махсус иқтисодий зоналарнинг қандай турлари мавжуд?*
4. *Хорижий инвестицияларнинг қандай шакллари мавжуд ва амалиётда улар қандай мезонлар бўйича таснифланади?*
5. *Портфель инвестициялар деганда нимани тушунасиз ва улар қандай кўринишда бўлиши мумкин?*
6. *Тўғридан-тўғри ва портфель инвестициялар ўртасидаги ўзига хос фарқларни тушунтириб беринг.*
7. *Хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг қандай тамойилларини биласиз?*
8. *Хорижий инвестицияларни амалга оширишнинг қандай шакллари мавжуд?*
9. *Ўзбекистон иқтисодиётига хорижий инвестициялар оқимининг жадал суръатларда ўсишини қандай омиллар белгилаб бермоқда?*
10. *Мамлакатимизда хорижий инвесторларга қандай имтиёзлар яратилган?*

ГЛОССАРИЙ

Акциядорлик капитали – акциядорлик жамиятининг акцияларини эмиссия қилиш йўли билан шакллантирган капитал.

Мажоритар акциядор – компания устидан назорат қилиш учун йирик акциялар пакети эгалари.

Миноритар акциядор – компания тижорат ва сиёсий масалаларини ҳал этишда етарсиз акциялар пакетига эга шахслар.

Олтин акция – бу айрим акциядорлик жамиятларини бошқаришда давлат иштирокининг махсус ҳуқуқи бўлиб, у стратегик аҳамиятга эга бўлган давлат корхоналари хусусийлаштирилаётганда ёки акциядорлик жамиятларининг давлат акция пакетлари хусусий мулк этиб реализация қилинаётганда Ўзбекистон Республикаси Ҳукуматининг қарорига асосан жорий қилинади ва мамлакатнинг иқтисодий манфаатлари ҳимоя қилинишини таъминлайди.

Давлат қимматли қоғозлари – Ўзбекистон Республикасининг ғазна мажбуриятлари ва Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ваколат берган орган томонидан чиқарилган облигациялар, шунингдек Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг облигациялари.

Депо ҳисобварағи – депонентнинг қимматли қоғозларини сақлаш ва қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш учун мўлжалланган, инвестиция воситачисининг ва Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг ҳисобга олиш регистрларидаги ёзувлар йиғиндиси.

Депо ҳисобварағидан кўчирма – депонентнинг қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларини тасдиқлайдиган, инвестиция воситачиси ва (ёки) Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси томонидан бериладиган ҳужжат.

Депозитар операциялар – ҳисобга олиш регистрларида депозитар операциялар стандартларига мувофиқ бажариладиган операциялар.

Депозитар тилхатлар – номинал қийматга эга бўлмаган қимматли қоғоз бўлиб, у тақдим этиладиган қимматли қоғозларнинг муайян сонига бўлган

мулк ҳуқуқини тасдиқлайди ва унинг эгасининг ушбу қимматли қоғоз эмитентидан депозитар тилхат ўрнига тақдим этиладиган қимматли қоғозларнинг тегишли сонини олишини ҳамда тақдим этиладиган қимматли қоғозлар билан мустаҳкамланган ҳуқуқларнинг депозитар тилхат эгаси томонидан амалга оширилиши билан боғлиқ хизматлар кўрсатилишини талаб қилиш ҳуқуқини мустаҳкамлайди.

Депозит сертификати – банкка қўйилган омонат суммасини ва омонатчининг (сертификат сақловчининг) омонат суммасини ҳамда сертификатда шартлашилган фоизларни сертификатни берган банкдан ёки шу банкнинг исталган филиалидан белгиланган муддат тугаганидан кейин олиш ҳуқуқини тасдиқловчи ноэмиссиявий қимматли қоғоз;

Депонент – депо ҳисобварағига эга бўлган шахс;

Инвестиция активлари – қимматли қоғозлар, пул маблағлари ва қонун ҳужжатларига мувофиқ инвестиция активлари деб эътироф этиладиган бошқа мол-мулк;

Инвестор – қимматли қоғозларни ўз номидан ва ўз ҳисобидан олувчи юридик ёки жисмоний шахс.

Инфратузилма облигациялари – ишлаб чиқариш инфратузилмасини ва бошқа инфратузилмани барпо этиш ва (ёки) реконструкция қилишни молиялаштириш учун пул маблағларини жалб этиш мақсадида хўжалик жамиятлари ва давлат корхоналари томонидан чиқариладиган облигациялар.

Клиринг – қимматли қоғозлар савдосининг ташкилотчилари томонидан рўйхатдан ўтказилган қимматли қоғозларга доир битимлар бўйича ўзаро мажбуриятларни аниқлаш, аниқлаштириш ва ҳисобга олиш.

Корпоратив облигациялар – акциядорлик жамиятлари, масъулияти чекланган ва қўшимча масъулиятли жамиятлар томонидан чиқариладиган облигациялар.

Маркет-мейкер – қимматли қоғозларга доир нархлар, талаб ва таклиф даражасини сақлаб туриш учун биржа битимларини тузиш мажбуриятини ўз зиммасига олган инвестиция воситачиси.

Неттинг – мижознинг барча пул талабларини унинг барча пул мажбуриятларига нисбатан ҳисобга олиш орқали амалга ошириладиган клиринг усули.

Ноэмиссиявий қимматли қоғозлар – ушбу Қонунга мувофиқ эмиссиявий қимматли

қоғозлар тушунчасига оид бўлмаган қимматли қоғозлар.

Облигация – эмиссиявий қимматли қоғоз бўлиб, у облигацияни сақловчининг облигациянинг номинал қийматини ёки бошқа мулкий эквивалентини облигацияни чиқарган шахсдан облигацияда назарда тутилган муддатда олишга, облигациянинг номинал қийматидан қатъий белгиланган фоизни олишга бўлган ҳукукини ёхуд бошқа мулкий ҳукукларини тасдиқлайди.

Халқаро облигация – сотиладиган эмиссиявий қимматли қоғоз бўлиб, у эмитент томонидан чиқарилади ва молиявий ташкилотларнинг гуруҳи томонидан жойлаштирилади, эмитентнинг мамлакатидан ташқари бир ёки ундан кўпроқ давлатда таклиф этилади, бирламчи равишда (шу жумладан обуна бўйича) фақат ушбу гуруҳ орқали сотиб олинади.

Опцион – эмиссиявий қимматли қоғоз бўлиб, у ўз эмитентининг муайян миқдордаги қимматли қоғозларини унда назарда тутилган муддатда, қатъий белгиланган нарх бўйича сотиб олишга бўлган ҳукукини тасдиқлайди.

Фонд биржаси – оммавий ва ошкора биржа савдоларини олдиндан белгиланган жойда ва белгиланган вақтда ўрнатилган қоидалар асосида ташкил этиш ҳамда ўтказиш орқали фақат қимматли қоғозлар савдоси учун шароитлар яратиб берувчи юридик шахс.

Эгасининг номи ёзилган қимматли қоғозлар – мулкий ҳукукларнинг реализация қилиниши ўз эгасининг рўйхатдан ўтказилган бўлишини талаб этадиган қимматли қоғозлар.

Эмиссиявий қимматли қоғозлар – битта чиқарилиш доирасида бир хил белгилар ва реквизитларга эга бўлган, мазкур чиқарилиш учун ягона шартлар асосида жойлаштириладиган ҳамда муомалада бўладиган қимматли қоғозлар.

Эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилишларининг ягона давлат реестри – рўйхатдан ўтказилган эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилишларининг рўйхати;

Эмитент – эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарувчи ва улар юзасидан қимматли қоғозларнинг эгалари олдида мажбуриятлари бўлган юридик шахс.

Ўзбекистон Республикасининг ғазна мажбуриятлари – эмиссиявий қимматли қоғозлар бўлиб, улар эмиссиявий қимматли қоғозлар эгалари Ўзбекистон Республикасининг Давлат бюд-

жетига пул маблағлари киритганлигини тасдиқлайди ва бу қимматли қоғозларга эгалик қилишнинг бутун муддати мобайнида қатъий белгиланган даромад олиш ҳуқуқини беради.

Қимматли қоғозлар – ҳужжатлар бўлиб, улар мазкур ҳужжатларни чиқарган юридик шахс билан уларнинг эгаси ўртасидаги мулкий ҳуқуқларни ёки қарз муносабатларини тасдиқлайди, дивидендлар ёки фоизлар тарзида даромад тўлашни ҳамда ушбу ҳужжатлардан келиб чиқадиган ҳуқуқларни бошқа шахсларга ўтказиш имкониятини назарда тутади.

Қимматли қоғозлар бозори – юридик ва жисмоний шахсларнинг қимматли қоғозларни чиқариш, жойлаштириш ва уларнинг муомаласи билан боғлиқ муносабатлари тизими.

Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари – қимматли қоғозларнинг эмитентлари, қимматли қоғозларнинг эгалари, инвесторлар, қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари, шунингдек биржалар ва Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси – қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи юридик шахс.

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг мижози (мижоз) – депонент ёки қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг хизматларидан фойдаланувчи бошқа шахс.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият – қимматли қоғозларни чиқариш, жойлаштириш ва уларнинг муомаласи билан боғлиқ хизматлар кўрсатиш бўйича лицензияланадиган фаолият тури.

Қимматли қоғозларга доир битимлар – қимматли қоғозларнинг олди-сотдиси, ҳадяси, мероси, устав фондига киритилиши ва қимматли қоғозлар эгасининг алмашувига олиб келадиган бошқа ҳаракатлар, шунингдек қимматли қоғозлар гарови.

Қимматли қоғозларга доир фьючерс – қимматли қоғоз бўлиб, у ўзида назарда тутилган муддатда қимматли қоғозларнинг муайян сонини қатъий белгиланган нархда сотиб олиш ёки сотиш мажбуриятини тасдиқлайди.

Қимматли қоғозларни жойлаштириш – қимматли қоғозларни уларнинг дастлабки эгаларига бериш;

Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси – депо ҳисобварақлари бўйича эмиссиявий қимматли қоғозларни сақ-

лашнинг, бундай қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олишнинг ва эмиссиявий қимматли қоғозлар ҳаракатининг ягона тизимини таъминловчи давлат депозитарийси.

Қимматли қоғозларнинг муомаласи – қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотиш, шунингдек қонун ҳужжатларида назарда тутилган, қимматли қоғозларнинг эгаси алмашувига олиб келадиган бошқа ҳаракатлар.

Қимматли қоғозларни номинал сақловчи – қимматли қоғозлар эгасининг ёки у вакил қилган шахснинг топшириғига кўра қимматли қоғозларни ҳисобга олишни ва уларга бўлган ҳуқуқларни тасдиқлашни қимматли қоғозларнинг эгаси бўлмаган ҳолда амалга оширувчи инвестиция воситачиси, қимматли қоғозлар марказий депозитарийси.

Қимматли қоғозларни чиқариш – юридик шахснинг фуқаролик ҳуқуқларининг объекти сифатида қимматли қоғозлар пайдо бўлишига қаратилган ҳаракатлари.

Қимматли қоғозлар эгаси – қимматли қоғозлар ўзига мулк ҳуқуқи ёки бошқа ашёвий ҳуқуқ асосида тегишли бўлган юридик ёки жисмоний шахс.

Қимматли қоғозлар эгаларининг реестри – рўйхатдан ўтказилган қимматли қоғозлар эгаларининг белгиланган санадаги ҳолатга кўра шакллантирилган, уларга қарашли эгасининг номи ёзилган қимматли қоғозлар эмитентининг номи, ушбу қимматли қоғозларнинг сони, номинал қиймати, тури ва хили, шунингдек реестрда рўйхатдан ўтказилган шахсларга ахборот юбориш имкониятини берадиган маълумотлар кўрсатилган рўйхати.

Қимматли қоғозлар эмиссияси – эмиссиявий қимматли қоғозларни чиқариш ва жойлаштириш.

Қимматли қоғозларнинг ҳосилалари – ўз эгаларининг бошқа қимматли қоғозларга нисбатан ҳуқуқларини ёки мажбуриятларини тасдиқловчи ва юридик шахслар томонидан опционлар, қимматли қоғозларга доир фьючерслар, депозитар тилхатлар ва бошқа молиявий воситалар тарзида чиқариладиган қимматли қоғозлар.

Ҳисобга олиш регистрлари – инвестиция воситачисида ва Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсида қимматли қоғозларни сақлаш ҳамда қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш бўйича депозитар операциялар стандартлари билан белгиланган ёзувлар тизими.

Инвестиция (лот. кийинтирмоқ) – ишлаб чиқаришни ривожлантириш мақсадида ёки чет элларда иқтисодиётнинг турли тармоқларига капитал киритиш (қўйиш).

Инвестиция фаолияти – инвестицияларни рўёбга чиқариш бўйича қилинадиган амалий ҳаракатлар.

Инвестициялар самарадорлиги – миллий даромад (фойда) ўсган қисмининг инвестицион сарфлар суммасига нисбатининг фоиздаги ифодаси.

Инвестициялардан кутиладиган фойда – капитал қўйилмалардан юқори фойда олишнинг кутилиши инвестицион товарларга талабни оширади ва аксинча, истиқболда инвестицион дастурлардан фойда олиш ноаниқ бўлса, инвестицияларга сарфлар камайиш тамойилига эга бўлади, демак, ялпи талаб ҳам камаяди.

Инвестициянинг қопланиш муддати – инвестиция қилинаётган маблағнинг шуни эвазига олинган соф фойда суммаси нисбати билан ҳисобланади.

Инвестор – бирон-бир фаолиятга, корхонага фойда олиш мақсадида узоқ муддатли капитал киритишни амалга оширувчи хусусий тадбиркор, ташкилот ёки давлат.

Инвестиция фондлари – жисмоний ва юридик шахслар маблағларини тўпловчи ҳамда фойда олиш, акциядорлар хатарини камайтириш мақсадида ушбу маблағларни фонд номидан қимматли қоғозларга, банк ҳисобрақамларига ва омонатларга жойлаштирувчи ташкилот ҳисобланади.

Портфель инвестициялар – хўжалик объектини эксплуатация қилиш туфайли даромад олиш ҳуқуқини кафолатловчи капитал қўйилмалари. Портфель инвестициялар акция, қимматли қоғозлар шаклидаги инвестициялардир.

Реал инвестиция – моддийлашган асосий ва айланма восита (капитал) барпо этишга сарфланадиган маблағ.

Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар – ўзга мамлакат резидентлари томонидан бошқа мамлакат реал активларига маблағ киритиш, уни тасарруф этиш ва улар ишлатилиши устидан назорат ўрнатиш.

Фиктив капитал – эгаларига даромад (дивиденд ёки фоиз шаклида) келтирадиган қимматли қоғозлар; ривожланган мамлакатларда маълум даромад олиб туришга ҳуқуқ берадиган ҳар хил қимматли қоғозлар; қалбаки, сохта капитал (акция, облигациялар).

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

1. Ўзбекистон Республикасининг 1995 йил 30 августдаги «Концессиялар тўғрисида»ги 110-I-сон қонуни.

2. Ўзбекистон Республикасининг 1996 йил 29 августдаги «Хориждан маблағ жалб қилиш тўғрисида»ги 263-I-сон қонуни.

3. Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги ЎРҚ-598-сон қонуни.

4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 28 январдаги «Инвестиция ва ташқи савдо соҳасида бошқарув тизимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5643-сон фармони.

5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 17 январдаги «2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили»да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги ПФ-5635-сон фармони.

6. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 1 августдаги «Ўзбекистон Республикасида инвестиция муҳитини тубдан яхшилаш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5495-сон фармони.

7. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 21 декабрдаги «Эркин иқтисодий зоналар фаолиятини мувофиқлаштириш ва бошқариш тизимини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5600-сон фармони.

8. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2005 йил 11 апрелдаги ПФ-3594-сонли «Тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестицияларни жалб этишни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги фармони.

9. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 28 январдаги «Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги ПҚ-4135-сон қарори.

10. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4300-сон қарори.

11. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 23 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирли-

ги фаолиятини такомиллаштиришга оид қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-4332-сон қарори.

12. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 13 ноябрдаги «Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузурида хорижий инвесторлар кенгашини тузиш ва унинг фаолиятини ташкил этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4519-сон қарори.

13. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 9 январдаги «Ўзбекистон Республикасининг 2020-2022 йилларга мўлжалланган инвестиция дастурини амалга ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4563-сон қарори.

14. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги ПҚ-4300-сонли «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори.

15. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 20 июндаги «Инвестиция ва инфратузилма лойиҳаларини жадал амалга ошириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-3794-сон қарори.

16. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 6 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги экспортни рағбатлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 373-сон қарори.

17. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 10 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги 390-сон қарори.

18. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 15 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги тариф ва нотариф тартибга солиш кенгашининг фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 408-сон қарори.

19. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 17 майдаги «Инвестиция ва бошқарув компаниялари фаолияти тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги 414-сон қарори.

20. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 18 майдаги «Ўзбекистон Республикасининг тўғридан-тўғри инвестициялар жамғармаси фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 420-сон қарори.

21. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 2 июлдаги «Хорижий инвесторлар билан ишлашни янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги 547-сон қарори.

22. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 24 июлдаги «Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги хорижий инвестицияларни жалб этиш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 621-сон қарори.

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

1. Ўзбекистон Республикасининг 1995 йил 30 августдаги «Концессиялар тўғрисида»ги 110-I-сон қонуни.

2. Ўзбекистон Республикасининг 1996 йил 29 августдаги «Хориждан маблағ жалб қилиш тўғрисида»ги 263-I-сон қонуни.

3. Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги ЎРҚ-598-сон қонуни.

4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 28 январдаги «Инвестиция ва ташқи савдо соҳасида бошқарув тизимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5643-сон фармони.

5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 17 январдаги «2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили»да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги ПФ-5635-сон фармони.

6. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 1 августдаги «Ўзбекистон Республикасида инвестиция муҳитини тубдан яхшилаш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5495-сон фармони.

7. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 21 декабрдаги «Эркин иқтисодий зоналар фаолиятини мувофиқлаштириш ва бошқариш тизимини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5600-сон фармони.

8. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2005 йил 11 апрелдаги ПФ-3594-сонли «Тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестицияларни жалб этишни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги фармони.

9. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 28 январдаги «Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги ПҚ-4135-сон қарори.

10. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4300-сон қарори.

11. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 23 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирли-

ги фаолиятини такомиллаштиришга оид қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-4332-сон қарори.

12. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 13 ноябрдаги «Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузурида хорижий инвесторлар кенгашини тузиш ва унинг фаолиятини ташкил этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4519-сон қарори.

13. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 9 январдаги «Ўзбекистон Республикасининг 2020-2022 йилларга мўлжалланган инвестиция дастурини амалга ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4563-сон қарори.

14. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги ПҚ-4300-сонли «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори.

15. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 20 июндаги «Инвестиция ва инфратузилма лойиҳаларини жадал амалга ошириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-3794-сон қарори.

16. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 6 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги экспортни рағбатлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 373-сон қарори.

17. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 10 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги 390-сон қарори.

18. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 15 майдаги «Ўзбекистон Республикаси инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги тариф ва нотариф тартибга солиш кенгашининг фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 408-сон қарори.

19. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 17 майдаги «Инвестиция ва бошқарув компаниялари фаолияти тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги 414-сон қарори.

20. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 18 майдаги «Ўзбекистон Республикасининг тўғридан-тўғри инвестициялар жамғармаси фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 420-сон қарори.

21. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 2 июлдаги «Хорижий инвесторлар билан ишлашни янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги 547-сон қарори.

22. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 24 июлдаги «Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги ҳузуридаги хорижий инвестицияларни жалб этиш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 621-сон қарори.

23. Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Ўзбекистон Республикаси Давлат солиқ қўмитаси, Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва саноат вазирлигининг 2019 йил 15 апрелдаги «Тўғридан-тўғри хусусий хорижий инвестицияларни жалб қилувчи корхоналар учун солиқ имтиёзларини қўллаш тартиби тўғрисидаги низомга ўзгартиришлар киритиш ҳақида»ги 52-сон қарори.

24. *Абдукаримов Б.А. ва бошқалар.* Корхона иқтисодиёти. Дарслик. – Т.: Фан, 2005.

25. *Аладьин В.В.* Инвестиционная деятельность субъектов Российской федерации. – М: «Социум», 2002.

26. *Бочаров В.В.* Финансово-кредитные методы регулирования инвестиций. – М: «Финансы и статистика», 1999.

27. *Бакиева А.А.* Анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности российских регионов // Научно-технический вестник Санкт-Петербургского государственного университета информационных технологий, механики и оптики. 2006. № 24.

28. Бизнес: Оксфордский толковый словарь. – М.: ПРОГРЕСС-АКАДЕМИЯ, 1995.

29. *Беренс В.* Руководство по оценке эффективности инвестиции. Пер. с англ. 2-е изд. перераб. и доп. / В. Беренс, П.М.Хавренек. – М.: АОЗТ «Интреэксперт», Инфра-М, 1995.

30. *Бернштам Е.С.* Инвестиции в региональную экономику: сравнительный анализ субъектов Российской Федерации //Федеративные отношения и региональная социально-экономическая политика. 2002. №9.

31. *Бетин О.И.* Некоторые аспекты региональной социально-экономической политики // Федеративные отношения и региональная социально-экономическая политика. -2003.- №1. -С. 11-16.

32. *Бланк И.А.* Основы инвестиционного менеджмента. В 2т. –СПб.: Ника-цент, 2001.

33. *Бутиков И.Л.* Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. – Тошкент: Консаудитинформ, 2001.

34. *Бурханов А.У., Хамдамов О.Н.* Молиявий менежмент. Дарслик. –Т.: «Инновацион ривожлантириш нашриёт-уйи», 2020.

35. *Вахабов А.В., Хажибакиев Ш.Х., Муминов Н.Г.* Хорижий инвестициялар. Ўқув қўлланма. / и.ф.д., профессор А.В.Вахабовнинг умумий таҳрири остида. – Т.: «Молия», 2010.

36. *Долан Э.Дж., Линдсей Д.Е.* Микроэкономика. – СПб.,1994.

37. *Тошмуродова Б.Е., Элмирзаев С.Е., Турсунова Н.Р.* Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: ТМИ, 2017.

38. *Миллер, Р.Л.* Современные деньги и банковское дело / Р.Л. Миллер, Д.Д. Ван-Хуз. – Пер. 3-го англ. изд. – М.: ИНФРА-М, 2000.

39. *Эскиндарова М.А., Звоновой Е.А.* Международный финансовый рынок. Учебник и практика. – М.: 2017.

40. *Шоҳаъзамий Ш.Ш.* Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т.: ТФИ, 2012.

41. *Шоҳаъзамий Ш.Ш.* Молия бозори ва қийматли қоғозлар. Дарслик. – Т.: «Иқтисод-молия», 2007.

42. *Чернова В.Э.* Финансовые рынки: учебное пособие / СПбГТУРП. – СПб.: 2015.

43. *Углинская В.В., Хорунжин М.Г.* Финансовые рынки: Учебное пособие для студентов экономических направлений всех форм обучения / Рубцовский индустриальный институт. – Рубцовск, 2015.

44. *Узоқов А., Носиров Э., Саидов Р., Султанов М.* Инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш ва уларнинг мониторинги. Ўқув қўлланма. – Т.: «IQTISOD-MOLIYA», 2006.

45. *Имомов Ҳ.Ҳ.* Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш. Ўқув қўлланма. –Т.:ТДИУ, 2007.

46. *Каюмов Р.И., Хожиматов Р.Х.* Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш. Дарслик. – Т.: ТДИУ, 2010.

47. *Карлибаева Р.Х.* Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш. Ўқув қўлланма. – Т.: ТДИУ, 2009.

48. *Қурбонов Х., Рахматуллаев Б.* Замонавий молия тизими ва ундаги трансформацион жараёнлар. Рисола. – Т.: «Иқтисодчи», 2014.

49. *Қурбонов Х.* Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: «Иқтисод-молия», 2007.

50. *Қўзиева Н.* Хорижий инвестициялар иштирокидаги корхоналар молия ва кредит механизмини такомиллаштириш йўналишлари. Монография. –Т.: «IQTISOD-MOLIYA», 2006.

51. *Коваленко Н.Я.* Экономика сельского хозяйство. С основами аграрных рынков. Курс лекций. – М.: Ассоциация авторов и издателей. ТАНДЕМ: Изд. ЭКМОС, 1998.

52. *Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П.* Стратегическое планирование инвестиционной деятельности. – СПб.: Бизнес-пресса, 1998.

53. *Ли Рубен.* Работа мировых рынков: Управление финансовой инфраструктурой. Пер с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2016.

54. *Массе П.* Критерии и методы оптимального определения капиталовложений / Пер.с фр. – М.: Статистика, 1971.

55. *Макконнелл К.Р., Брю С.Л.* Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2-х т.: Пер. С англ. 11-го изд. Т.1. – М.: Республика, 1992.

56. *Михайлова Э.А., Орлова Л.Н.* Экономическая оценка инвестиций. Учебное пособие. – Рыбинск: «РГАТА», 2008.

57. *Мустафақулов Ш.И.* Инвестиция мухити жозибадорлиги. Илмий-амалий қўлланма. – Т.: «Baqtriya press», 2017.

58. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. 2-е изд. – М.: «Экономика», 2000.

59. *Mamatov B.S., Xujamkulov D.Yu., Nurbekov O.Sh.* Investitsiyalarni tashkil etish va moliyalashtirish. Darslik. – T.: «Iqtisod-Moliya», 2014.

60. *Никитина Т.В., Репета-Турсунова А.В.* Финансовые рынки и финансово-кредитные институты. Учебное пособие. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014.

61. *Николаева И.П.* Инвестиции. Учебник. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2013.

62. *Подшиваленко Г.П., Лахметкина Н.И., Макарова М.В.* Инвестиции. – М.: «КНОРУС», 2006.

63. *Сухинова С.Е.* Региональная специфика инвестиционного климата. – Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2004.

64. *Стариков Д.Э.* Расчеты эффективности инвестиционных проектов. – М.: ЗАО «Финстатинформ», 2001.

65. *Сергеев И.В., Веретенникова И.И.* Организация и финансирования инвестиций: учеб.пособие. – М.: «Финансы и статистика», 2001.

66. *Завалин П.Н., Васильев А.В., Кноль А.И.* Оценка экономической эффективности инвестиционных проеков (современные подходы). – СПб.: Наука, 1995.

67. *Фабоцци Ф.* Финансовые инструменты. – М.: «Эксм», 2010.

68. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. XXVIII. (Серия «Университетский учебник»).

69. *Шимширт Н.Д.* Финансовые рынки и институты: учебно-методическое пособие. – Томск: Издательский Дом Томского государственного университета, 2015.

70. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997.

71. *Шапиро В.Д.* Управление проектами. – СПб.: ДваТри, 1996.

72. *Шваков Е.Е.* Анализ основных подходов к формированию механизмов реализации региональной инвестиционной политики в Российской Федерации // Вестник молодых ученых: сборник научных работ. – Горно-Алтайск: РИО ГАГУ, 2006. №3.

73. *Шодмонов Ш., Ғофуров У.* Иқтисодиёт назарияси. Дарслик. – Т.: «Иқтисод-молия», 2010.

74. *Тожибоев Д.* Иқтисодий назария (иккинчи китоб). – Т.: «Шарқ», 2003.

75. *Ҳайдаров Н.Ҳ.* Иқтисодиётни эркинлаштириш шароитида корхоналар инвестиция фаолиятидаги молия-солиқ муносабатларини та-

комиллаштириш масалалари. и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Т.: 2003.

76. *Гозибеков Д.Г.* Инвестицияларни молиялаштириш масалалари. – Т.: «Молия» нашриёти. 2013.

77. *Fozilchayev Sh.Q., Xidirov N.G'.* Investitsiya va lizing asoslari. O'quv qo'llanma. – T.: «Iqtisod-Moliya», 2018.

78. *Alexander, C. Pricing,* Hedging and Trading Financial Instruments. – West Sussex: John Wiley & Sons, 2008. – P. 34

79. *Eugene F. Fama.* (1996). Multifactor Portfolio Efficiency and Multifactor Asset Pricing // The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31, No.4.

80. *Levine Ross., Zervis Sara.* Stock Market Banks and Economic Growth // American Economic Review. –1998.

81. *Demirguec-Kunt Asli, Levine Ross.* Bank-based and Market-Based Financial 6. Systems: Cross-Cultural Comparisons.

82. *Tobin J.* Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls / J. Tobin, W. Brainard // The American Economic Review. – 1963. – Vol. LIII, № 2.

83. *Robinson R.* Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth / R. Robinson. – N.Y.: McGraw-Hill, 1974.

84. *Frederic S.* Mishkin and Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, USA 8th edition 2017.

85. *Harry Markowitz* (1952). Portfolio Selection // The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1.

86. *Sharpe, W. F.* (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk // Journal of Finance, Vol.19, No.3, pp. 425-442.

87. *Sharpe, W.F. and Cooper, G.M.* (1972). Risk-return classes of New York Stock Exchange common stocks // Financial Analysts Journal Vol. 28, No. 3, pp. 46-81.

88. *Lintner, J.* (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets // The Review of Economics and Statistic, Vol.47, No.1, pp.13-37

89. *Mossin.J* (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market, Vol.34, No 4.

90. *Black, F., Jensen, M.C., Scholes, M.* (1972). The Capital asset pricing model: Some Empirical Tests, Studies in the Theory of Capital Markets, 1972, New York: Praeger, pp.79-121.

91. *Black, F.* (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing // The Journal of Business, Vol. 45, No. 3.

92. *Brennan M.J.* (1971). Capital Market Equilibrium with Divergent Borrowing and Lending Rates // The Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 6, No. 5.

93. *Breeden, D.* (1979). An Intertemporal Asset Pricing Model with Stochastic Consumption and Investment Opportunities // Journal of Financial Economics, Vol.7, No.3.

94. *Burkhanov U. & Khudaykulov Kh.* (2013). Investment valuation in emerging markets: opportunties & specific factors // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. -№ 7. -pp 1-9.

95. *Bierman, J.H.* (1993). Capital budgeting in 1992: a survey // Financial Management, 22(3):24.

96. *Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter*. Basic Econometrics. Fifth edition, 2009.

97. *Khurshid. K* (2016). Verifying capital asset pricing model in Greek capital market // International Journal of Economics and Accounting, Vol.7.

98. *Seth, Shobhit* (2014-11-11). «The World's Top 10 Investment Banks». Investopedia. Retrieved 2018-03-29.

99. *Sinem. D. K., Burcu A.M.* (2013). Testing the Validity of Standard and Zero Beta Capital Asset Pricing Model in Istanbul Stock Exchange // International Journal of Business, Humanities and Technology Vol. 3 No. 7.

100.*Robert C. Merton* (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model // Econometrica, Vol. 41, No. 5.

101.*Campbell, John Y.* (1993). Intertemporal asset pricing without consumption data // American Economic Review Vol.83, No.3.

102.*Ross, Stephen A.,* (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing // Journal of Economic Theory. Vol.13, No.3.

103.*Richard Roll; Stephen A. Ross* (1980). An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory // The Journal of Finance, Vol. 35, No. 5.

104.*Chen, Nai-Fu.* (1983). Some Empirical Tests of the Theory of Arbitrage Pricing // The Journal of Finance, Vol. 38, No. 5.

105.*Nai-Fu Chen; Richard Roll; Stephen A. Ross* (1986).» Economic Forces and the Stock Market» The Journal of Business, Vol. 59, No. 3.

106.*Eugene F. Fama.* (1990). Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity // The Journal of Finance, Vol. 45, No. 4.

107.*Fama, E. and French, K.* (1992). The cross-section of expected stock returns // Journal of Finance, Vol. 47, No. 2.

108.*Fama E., MacBeth J.* (1973). Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests Journal of Political Economy, Vol. 81, No 3.

109.*Fama, E.F., & French, K. R.* (2004). The Capital Asset Pricing Model: theory and evidence //Journal of Economic Perspectives, Vol. 8, No.3.

110.*Fama, E. and French, K.* (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds // Journal of Finance, Vol. 33, No. 1.

111.*Fernandez, P.* (2003). Equivalence of Ten Different Methods for Valuing Companies by Cash Flow Discounting. EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=367161.

112. *Fernandez, P.* (2010). WACC: Definition, Misconceptions and Errors. Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=1620871.

113. *Lintner, J.* (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. The Review of Economics and Statistic, Vol.47, No.1, pp.13-37.

114. *Modigliani F. and Miller, M.H.* (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review, Vol. 48, June, pp. 261-297.

115. *Miller, M.H.* (1977). Debt and taxes // Journal of Finance, 32(2), 261–275.

116. *Hosein Asgari Alouj, Nahid Maleki Nia, Seyed Hassan Masoud and Sajjadian Amiri* (2012). The Effect of Systematic Risk on Cost of Capital determinants Applying CAPM Model: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE) // Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 6(10). –pp. 180-188.

117. *Kruger, P., Landier, A. and Thesmar, D.* (2011). The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate, available at: http://ssrn.com/abstract=1764024.

118. *Karmel S.* Securities Industry Self-Regulation – Tested by the Crash./ Wash. & Lee L. Rev. № 1297. 1988. 24 p.

119. *Thomas Perkins. Mine's Bigger*: The Extraordinary Tale of the World's Greatest Sailboat and the Silicon Valley Tycoon Who Built It. – by Newsweek's David A. Kaplan, 2007.

120. Информация Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг за 2017 год.

121. *Kearney A.T.* Foreign Direct Investment Confidence Index®/Research Report, 2017.

122. The Global Competitiveness Report 2018.

123. Deutsche Bank. ETF industry annual report 2014.

124. Top investment banks 2017 | Statista». Statista. Retrieved 2018-03-29.

125. https://www.investopedia.com.
126. https://uzse.uz.
127. https://www.novgorodov.com.
128. https://yahoo.finance.com.
129. https://nauchforum.ru.
130. http://pif.investfunds.ru.
131. http://investfunds.kz.
132. http://www.pifconsulting.ru.
133. http://www.globfin.ru.
134. http://www.businesswire.com.
135. http://www.sse.com.cn.
136. http://ssrn.com.
137. http://people.stern.nyu.edu.
138. https://csm.gov.uz.
139. https://www.gazeta.uz.
140. https://stat.uz.
141. https://doingbusiness.org.

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС
ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ

А.У.БУРХАНОВ, Х.Х.ХУДОЙҚУЛОВ

МОЛИЯ БОЗОРИ ВА ИНВЕСТИЦИЯЛАР

Тошкент – «Маънавият» – 2021

Муҳаррир: *Ф. Муҳаммадиева*
Мусаҳҳиҳлар: *Х. Аҳмедова, Ш. Назарова*
Мусаввир: *С. Шуҳрат*
Компьютерда тайёрловчи: *Ш. Соҳибов*

Лицензия АІ №189, 10.05.2011 йилда берилган. Босишга 10.02.2021 йилда рухсат этилди. Бичими 60x90 $^{1}/_{16}$. Таймс гарнитураси. Офсет босма усулида босилди. Шартли босма табоғи 33,0. Нашр табоғи 29,84. 500 нусха.
Буюртма № 20-65. Нархи шартнома асосида.

«Маънавият» нашриётида чоп этилди. 100047. Тошкент,
Тараққиёт 2-берккўча, 2-уй. Шартнома № 27-20.

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС
ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ

А.У.БУРХАНОВ, Х.Х.ХУДОЙҚУЛОВ

МОЛИЯ БОЗОРИ ВА ИНВЕСТИЦИЯЛАР

Тошкент – «Маънавият» – 2021

Муҳаррир: *Ф. Муҳаммадиева*
Мусаҳҳиҳлар: *Ҳ. Аҳмедова, Ш. Назарова*
Мусаввир: *С. Шуҳрат*
Компьютерда тайёрловчи: *Ш. Соҳибов*

Лицензия AI №189, 10.05.2011 йилда берилган. Босишга 10.02.2021 йилда рухсат этилди. Бичими 60x90 $^{1}/_{16}$. Таймс гарнитураси. Офсет босма усулида босилди. Шартли босма табоғи 33,0. Нашр табоғи 29,84. 500 нусха.
Буюртма № 20-65. Нархи шартнома асосида.

«Маънавият» нашриётида чоп этилди. 100047. Тошкент,
Тараққиёт 2-берккўча, 2-уй. Шартнома № 27-20.

БУРХАНОВ АКТАМ УСМАНОВИЧ,
Тошкент давлат иқтисодиёт университети
«Молия ва бухгалтерия ҳисоби» факультети декани,
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

1971 йилда Қашқадарё вилояти, Китоб туманида туғилган. 2011 йилда докторлик диссертациясини 08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит» ихтисослиги бўйича ҳимоя қилди.

А. Бурхановнинг илмий изланишлари асосан миллий иқтисодиёт ва унинг тармоқлари молиявий барқарорлигини, молиявий хавфсизлигини таъминлаш ҳамда молиявий менежмент муаммоларига бағишланган.

У илмий-педагогик фаолияти давомида 3 та дарслик, 4 та монография, 4 та ўқув қўлланма, 14 та ўқув-услубий қўлланмаларга муаллифлик қилган. Жумладан, «Молия бозори ва инвестициялар» (2019 йил), «Молиявий менежмент» (2020 йил) ва «Молия бозори» (2020 йил) номли дарсликлари, «Молиявий хавфсизлик» (2019 йил) ва «Корхоналарни инқирозга қарши бошқариш» (2013 йил) номли ўқув қўлланмалари, «Кичик бизнес субъектларини инвестициялаш: назария ва амалиёт» (2014 йил) ва «Корхоналар молиявий барқарорлиги: назария ва амалиёт» (2019 йил) номли монографиялари республикамиз Олий ўқув юртларида ўқув сифатини оширишга хизмат қилмоқда.

Шунингдек, 230 га яқин илмий мақола ва тезислари Халқаро ва Республика илмий журналлари, Конференция материалларида чоп этилган.

Шу жумладан, А. Бурханов илмий раҳбарлигида 8 та номзодлик ва фалсафа доктори (PhD) ҳамда 1 та фан доктори (DSc) диссертацияси ҳимоя қилинган ва ҳозирги кунда 10 га яқин таянч докторант, докторант ва мустақил тадқиқотчиларга илмий раҳбарлик қилмоқда.

ХУДОЙҚУЛОВ ХУРШИД ХУРРАМОВИЧ,
Тошкент давлат иқтисодиёт университети
Молия ва бухгалтерия ҳисоби факультети
«Молия» кафедраси мудири, иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD), доцент

1985 йилда Сурхондарё вилояти, Музработ туманида туғилган. Миллати ўзбек. 2018 йилда докторлик диссертациясини 08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит» ихтисослиги бўйича ҳимоя қилди.

Х. Худойқуловнинг илмий изланишлари асосан молия бозоридаги активларни баҳолаш ва акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолаш ҳамда молия бозоридаги мавжуд муаммолар ва уларнинг ечимларига бағишланган.

У илмий-педагогик фаолияти давомида 2 та дарслик, 1 та монографияга муаллифлик қилган. Жумладан, «Молия бозори ва инвестициялар» (2019 йил) номли дарслик ва «Фонд бозорини активлари баҳолаш» (2018 йил) номли монографияси республикамиз Олий ўқув юртларида ўқув сифатини оширишга хизмат қилмоқда.

Шунингдек, 50 га яқин илмий мақола ва тезислари Халқаро ва Республика илмий журналлари, Конференция материалларида чоп этилган.

ISBN 978-9943-04-405-0

6022/1

Mahaviyat