

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ОЛИЙ ВА ЎРТАМАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ
ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ**

Ўзбекистон молия бозори

МАЪРУЗАЛАР МАТНИ

Тошкент 2017

МОЛИЯ БОЗОРИ АСОСЛАРИ

Режа:

1. Молия бозорининг мазмуни, иқтисодиётдаги аҳамияти ва ўрни
2. Молия бозорининг тузилмаси, таркибий қисмлари ва қатнашчилари
3. Молия бозори таснифи ва турлари тавсифи шакллантирувчи омиллар
4. Молия бозорида амалга ошириладиган битишув ва операциялар мазмуни ва турлари
5. Молия бозорининг иқтисодий модели

Иқтисодиётнинг кенг мазмуни – шахсларнинг мақсадли нафсий ҳошиш-истаклари ривожига таъсири остида иқтисодий-ҳуқуқий механизм асосида режали шаклланиувчи ва амалга оширилувчи ҳўжалик юритиш жараёни бўлиб, унда Аллоҳ томонидан аввалдан вақт ва миқдор ўлчамлари билан меъёрланиб шахслар ихтиёрига берилган моддий ва номоддий бойликлар бозор қонунлари асосида объектив тақсимланади ва қайта тақсимланади.

Бозор эса иқтисодиётда шахсларнинг мақсадли нафсий ҳошиш-истаклари ила манфаатлари сари етакловчи (чорловчи) имкониятлари доирасида тартиблаштирилган рефлексив ҳаракатлари эвазига турли (ижобий ёки салбий) самара даражасида объектив содир бўлувчи бозор товарлари бўйича иқтисодий-ҳуқуқий муносабатлари муҳити бўлиб, унда тарафларнинг манфаатлари талаб ва таклиф асосида шаклланидиган объектив нархларда кондирилади.

Иқтисодиётнинг ривожланиши тарихига назар ташланса, молия бозорини авваломбор инсоният жамиятида пулнинг пайдо бўлиши ва у билан боғлиқ бозор муносабатларини амалга оширила бошлашидан шаклланишини кўриш мумкин. Асрлар давомида молия бозори, унинг мазмуни ва унга оид тушунчалар шаклланиб ва узлуксиз ривожланиб келмоқда. Бунга сабаб, инсон цивилизациясининг молия соҳасидаги тажрибасини бойиши, унда шахсларнинг (юридик ва жисмоний) молиявий муносабатлари ва қизиқишлари кенгайиб, мақсадлари ва фаолият турлари ортиб, манфаатлари тобора ўсиб, уларнинг ҳақ-ҳуқуқлари борган сари мустаҳкамланиб ва таъминланиб боришидир.

Ҳозирда молия бозори юқори даражада ташкиллашган ва узлуксиз ривожланаётган, борган сари жаҳон миқёсида глобаллашиб бораётган алоҳида бир бутун ва ўз муҳитига эга муносабатлар ва институтлар (қатнашчилар) мажмуаси сифатида намоён бўлувчи мураккаб тизим эканлиги аниқ бўлмоқда. Бунда молия бозорлари на фақат миллий иқтисодиёт, балки глобал иқтисодиёт ривожини белгиламоқда. Унинг мазмун-моҳияти қуйидаги концептуал тушунча ва қонуниятлар асосида белгиланади.

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

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

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

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

- пул-кредит (банк ва бошқа кредит ташкилотлари капиталлари) бозори;
- қимматли қоғозлар (фонд, капиталлар) бозори;

- валюта ва унга тенглаштирилган авуарлар (қимматбаҳо металллар, камёб элементлар, санъат асарлари ва ҳ.к.) бозори;

- суғурта ва пенсия фондлари бозори, лотерея ўйинлари инструментлари.

Молия бозори иқтисодиётда қўйидагилар мавжуд бўлгандагина самарали фаолият кўрсатиши мумкин:

- эффектив (самарали) мулкчилик тизими¹;

- инвестиция учун мўлжалланган етарли жамғармалар (молиявий ресурслар, маблағлар) ва иқтисодий -ҳуқуқий механизм билан таъминланган молиявий инструментлар.

- талаб ва таклифни объектив мутаносиблиги;

- молия бозори инфратузилмасини самарали фаолияти;

- бозор қонунлари, тамойиллари ва қонунчилигини ҳукм суриши;

- молиявий барқарорлик, рақобатбардошлилик ва ҳавфсизлик, рискларни башоратлилиги.

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

Молия бозорида ресурслар ҳаракати қўйидаги омилларга боғлиқ:

- бозорнинг даромадлилик даражаси;

- бозорни солиққа тортиш шарт-шароитлари;

- капитални йўқотиш ёки назарда тутилган фойдани ололмаслик rischi;

- бозорни самарали институционал ва функционал ташкиллашгани;

- бозорни самарали мувофиқлаштирилганлиги ва назорат қилиниши;

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

- жамиятнинг менталитети ва танлаб олган ривожланиш модели;

- макро- ва микроиқтисодий барқарорлик;

- ташқи кучлар ва ҳодисаларнинг бозорга таъсири ва бошқалар.

Ушбу омиллар (ташқи ва ички фундаментал омиллар) молия бозоридаги воқеликлар (жараёнлар, ҳодисалар) ривожини шакллантиради.

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

Молия бозорининг ҳоссалари қўйидагилардан келиб чиқади:

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

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

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

- бозор ва унинг қатнашчиларини транспарентлилиги (информацион шаффофлиги);

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

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

¹ Эрнандо де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.

- бозор қатнашчиларининг бизнес қуввати потенциали (сифат параметрлари даражаси миқдори бўйича);
- бозорни тартиблаштирилганлиги (мувофиқлаштирилиши ва назорат қилилиши даражаси бўйича).

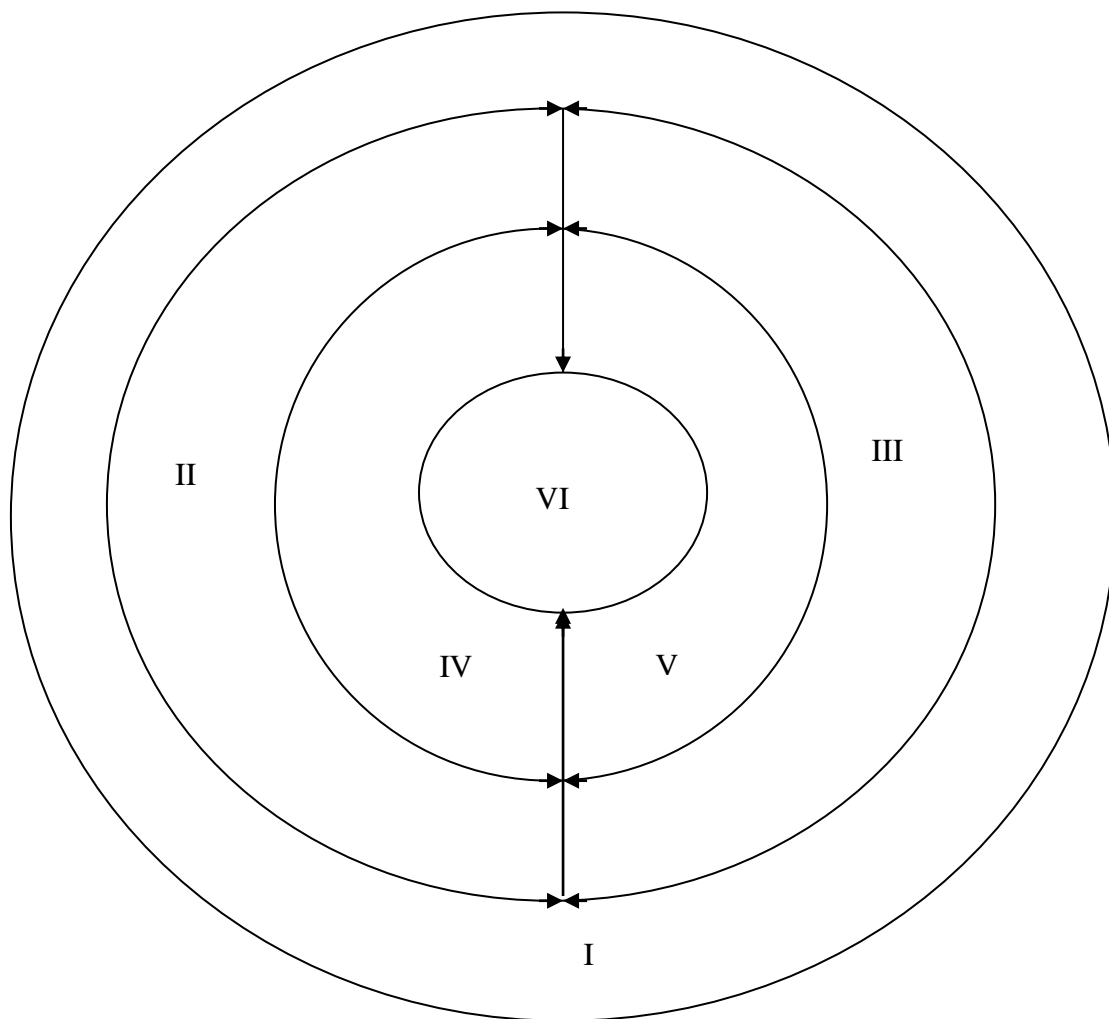
Молия бозорининг муҳим ҳоссаларига қуйидагилар киради: бозор географияси кенглиги ва чегаралари, бозорнинг ташкилий модели параметр-лари, бозорни рақобатбардошлилиги ва ҳавфсизлиги даражаси, бозорнинг рисклилиқ даражаси, бозорнинг жалбдорлиги, бозорнинг эгилувчан мосла-шувчанлиги даражаси, бозорни иқтисодийга эквивалентлилиқ даражаси, бозорнинг функцияларини бажариши даражаси, бозорни омилларга таъсир-чанлиги даражаси. Санаб ўтилган ҳоссалар молия бозори муҳитининг қувват потенциалини белгилайди ва ривожини шакллантиради. Яъни, молия бозори муҳитининг қувват потенциали даражаси – бош (интеграл) ҳосса сифатида – молия бозорининг санаб ўтилган ҳоссалари даражаси миқдори билан белгиланади ва баҳоланади.

Молия бозорининг иқтисодийдаги аҳамияти ва ўрни

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

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

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



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

Таъкидлаш жоизки, VI-юза энг юқори даражада ташкиллаштирилган ва объектив нарх-наво бозор мухити ҳисобланади, I-чи юза эса унинг аксидир. Бунда I-чи ва II-чи юзалар оралиғидаги ҳалқа ҳубфия бозорни англатади. Сезиш мумкинки, ўта ривожланган хусусий мулкчилик тизими шароитида ² молия бозорининг юқори даражада ривожлантириш, атрибут ва унсурларини юқори қувват потенциалига эриштириш эвазига ҳубфия бозор ҳажми қисқариши мумкин (буга индустриал ривожланган мамлакатларнинг, масалан, АҚШ, Германия, Япония, молия бозорлари мисол бўла олади).

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

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

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

² Эрнандо де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер.с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-сс.3-270; Шохаъзамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-сс.3-850.

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

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

Бу тенгликлар мамлакатда даромадлар ва ҳаражатлар ўртасидаги ички макроиктисодий дисбалансни ташқи дисбаланс билан боғлиқлигини билдиради. Икала дисбаланс ҳам жамғармалар ва инвестициялар ўртасидаги дисбалансга олиб келади, демак, улар иқтисодий ўсишнинг асосий омилларидан ҳисобланади³. Бунда эса молия бозорининг қисқа ва узоқ муддатли иқтисодий ўсишни таъминлашдаги роли бекиёсдир. Чунки айнан молия бозори ёрдамида жамғармалар шаклланади (аккумуляцияланади) ва улар самарали инвестицияларга трансформацияланади (айланади).

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

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

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

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

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

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

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

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

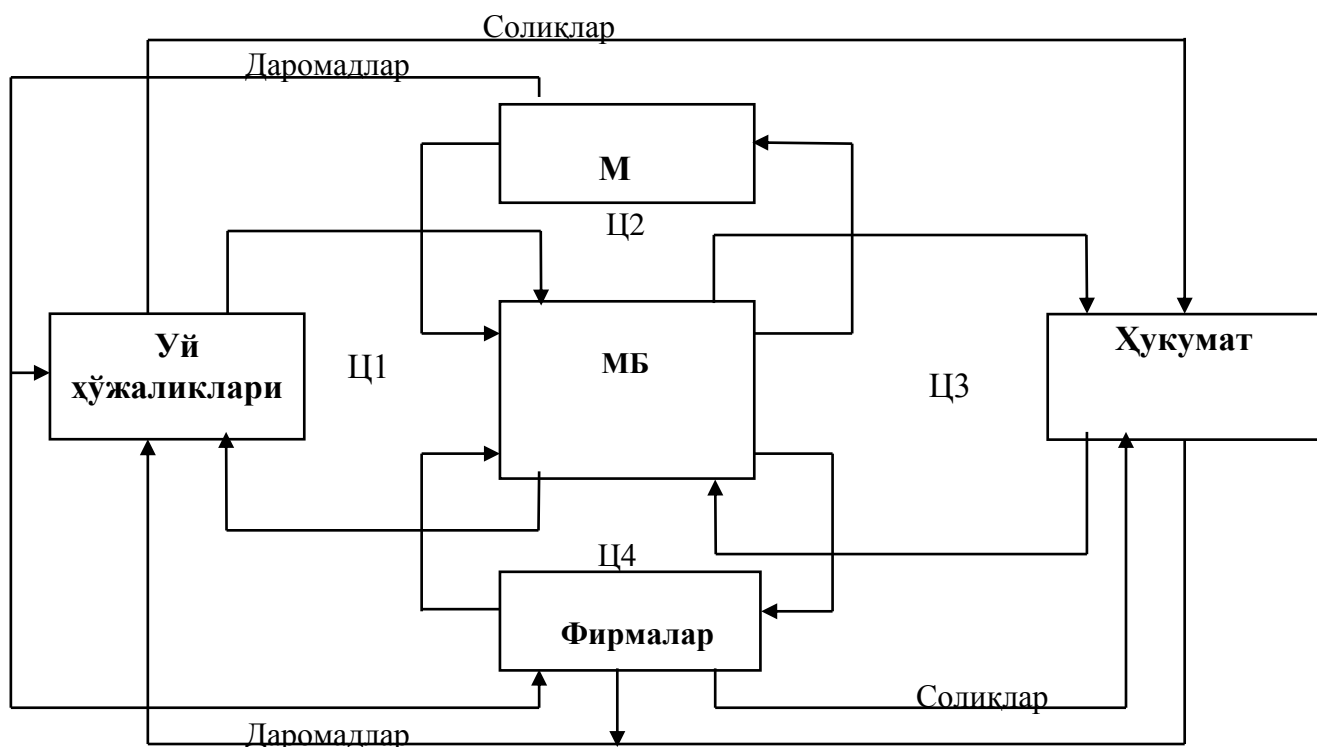
$$SV = PT \quad (1)$$

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

Маълумки, $S = I$ тенглик бюджет-солиқ сиёсати асосида, $MV = PT$ тенглик эса кредит-пул (монетар) сиёсати асосида амалга оширилади. Бунда $S \rightarrow I \rightarrow M \rightarrow S$ кўринишидаги даврий боғлиқлик ушбу сиёсатларнинг эквивалентлигини билдиради. Бу эса (1) тенгламани мақсадга мувофиқ эканлигини англатади. Чунки иккала сиёсат ҳам барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида реал иқтисодиёт учун ишлаганлиги

³ Опыт развития финансовой и фискальной системы и привлечения прямых иностранных инвестиций в Восточной Азии: уроки и рекомендации. Сборник трудов мол.ученых Трушин Э., Музафаров Д., Федорова Е., Дыйканбаева Г.-Алматы, 2001.-с.74.

(йўналтирилган-лиги) учун, уларнинг уйғунлашуви ва оптимал балансига эришиш (1) тенгламадан кўриниб турибдики, молия бозори орқали амалга оширилиши табиийдир. Ушбу ҳолатни 1.1.2-чи расмда кўриш мумкин.



Расм 1.1.2. Молиявий оқимларни молия бозори орқали ҳаракати модели.

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

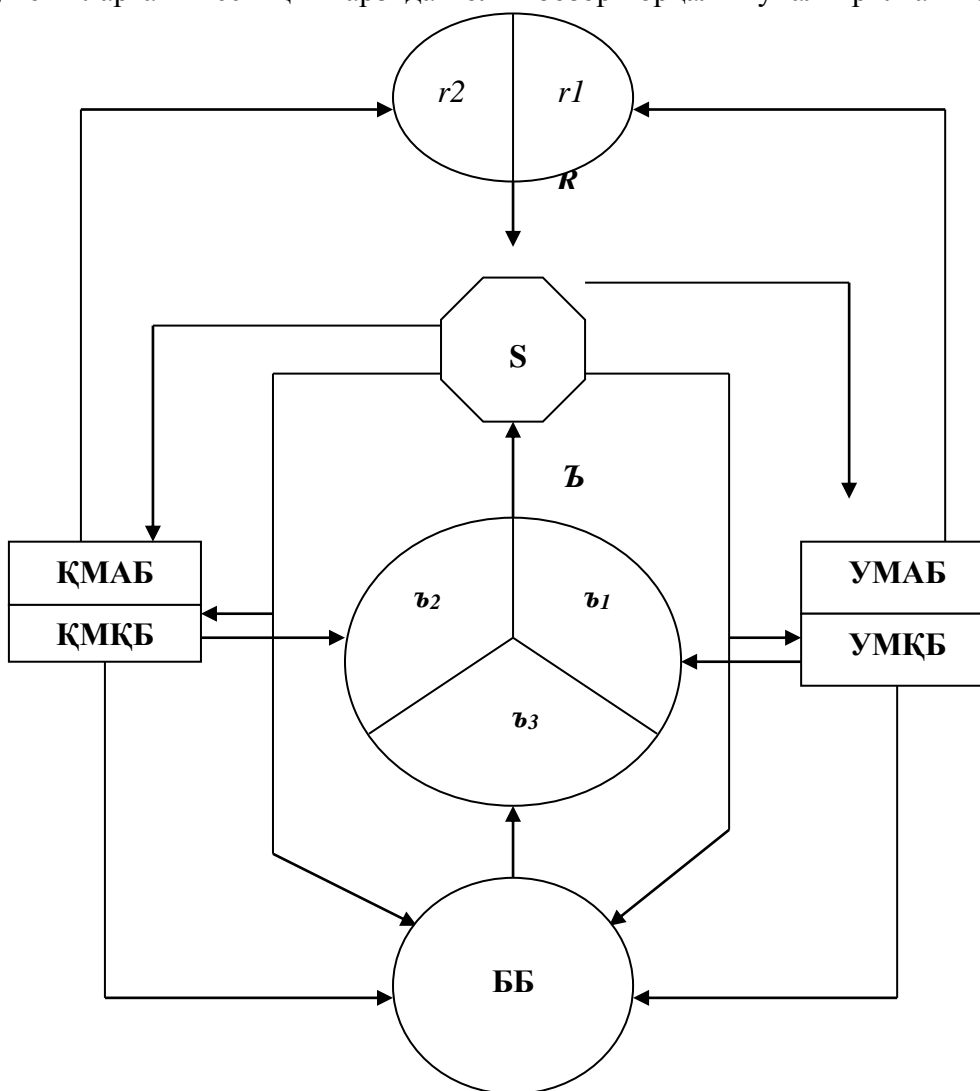
1.1.2-чи расмдаги моделда ҳар бир цикл маълум мақсад асосида ҳаракат қилади ва бир-бири билан бевосита ва (ёки) билвосита боғлиқ бўлиб, уларнинг тезлиги ва ҳажми бозор конъюктурасига боғлиқ.

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

Таъкидлаш жоизки, қимматли қоғозлар молиявий ресурслар ҳаракати-нинг бир қисмини қамрайди. Қимматли қоғозлардан ташқари молия бозорида ссуда ва кредитлар, субсидия ва субвенциялар, суғурта воситалари ва валюталар муомалада бўлади. Уларнинг ҳар бири ўзига мос циклда ва молия бозори сегментларида самарали ҳаракат қилади. Бунда қимматли қоғозлар ва уларнинг реал базиси миқдорларини кўпинча бир-бирларига мос келмаслиги ҳамда уларни бозорда бир-бирига қарама-қарши йўналишда ҳаракат қилиши мумкинлиги қимматли қоғозлар бозорининг хусусияти ҳисобланади.

Бундай ҳаракат бозор конъюктураси ҳолатига (кўрсаткичларига) боғлиқликда 1.1.3-чи расмдаги моделда кўрсатилганидек амалга оширилади. Бунда (1.1.3-чи расм):

ҚМAB – қисқа муддатли монетизациялашган молия-вий активлар (қимматли қоғозлардан ташқари) бозори; УМAB – ўрта ва узок муддатли монетизациялашган молиявий активлар бозори; ҚМҚБ – ҚМABга мос қисқа муддатли қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори; УМҚБ – УМABга мос ўрта ва узок муддатли қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори; ББ – қимматли қоғозларнинг биржа бозори; B – қимматли қоғозлар бозорининг комплекс кўрсаткичи (ушбу кўрсаткич мос равишда биржавий ва биржадан ташқари қимматли қоғозлар бозорлари индекслари b_1, b_2, b_3 орқали ифодаланади, яъни $B=f(b_1, b_2, b_3)$); R – ҚМAB ва УМAB доирасида шаклланадиган фоиз ставкалари r_1, r_2 орқали ифодала-надиган комплекс кўрсаткич, яъни $R = f(r_1, r_2)$; S – молиявий инструмент-ларга инвестиция тарзида молия бозори орқали йўналтирилган жамғармалар.



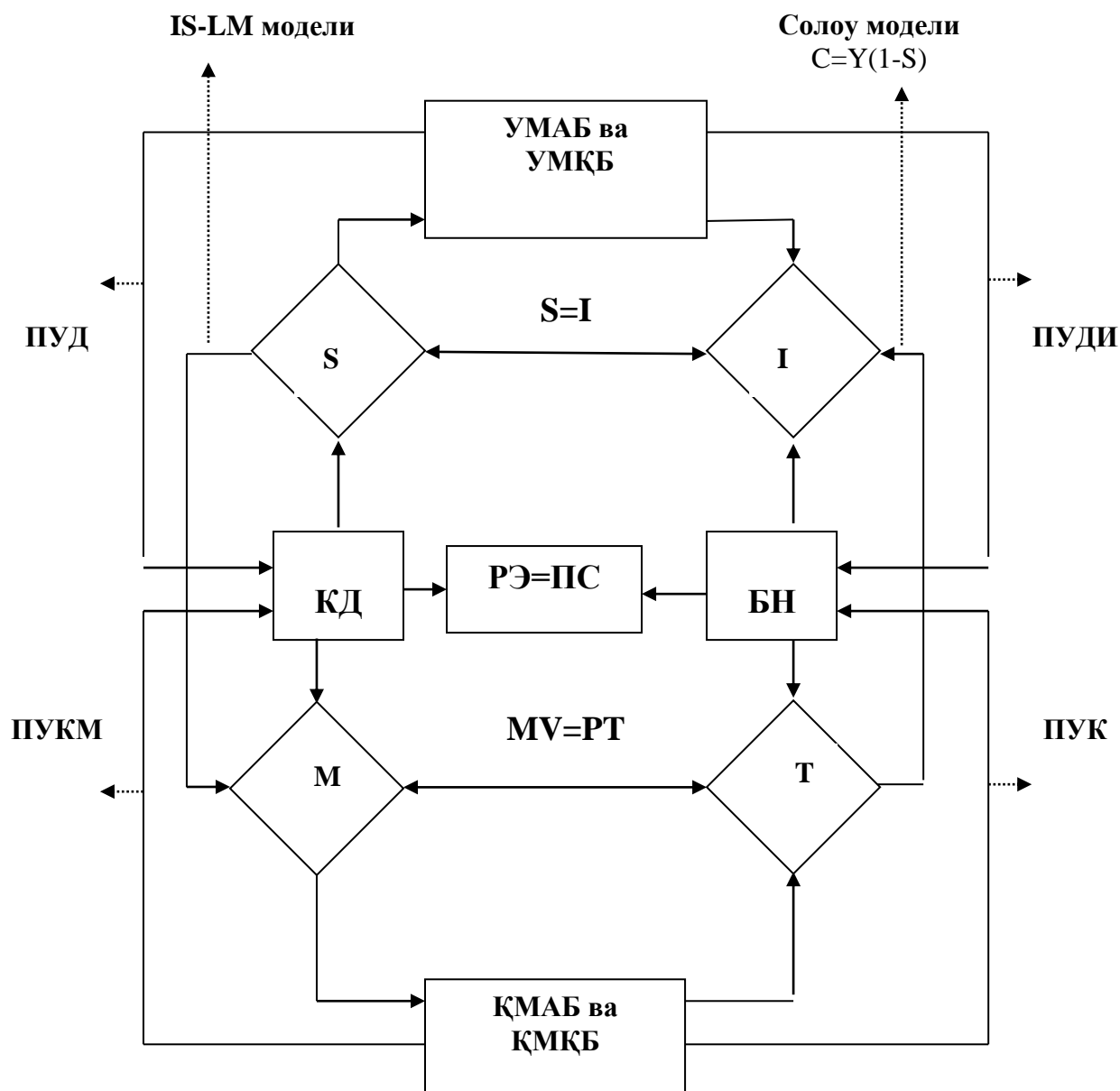
Расм 1.1.3. Молия бозорида конъюктурага боғлиқ тарзда инвестицияларни самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишининг тузилмавий-бозор модели.

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

Таъкидлаш жоизки, ушбу рақобатли курашда инфляция даражаси катта роль ўйнайди. Агар, инфляция даражаси юқори бўлса (гиперинфляцияда) инвесторлар ўз ресурсларини ҚМAB ва ҚМҚБ томон йўналтиради, акс ҳолда эса (инфляциянинг паст

даражасида, пулнинг кадрлигида) инвестициялар УМАБ ва УМҚБ томон ҳаракат килади.

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



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

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

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

Ушбу мақсадга эришиш учун қуйидаги шароитлар яратилиши лозим:

- бозор иқтисодий қонунларининг тўлиқ амал қилиши механизмини таъминлаш;
- самарали хусусий мулкчилик тизимини мавжудлиги;
- монетизациялашган реал инвестицион базисга эквивалент молиявий инструментлар (жумладан қимматли қоғозлар) сифатининг юқори кўрсаткичларини (ликвидлилик, жалбдорлиги ва ҳ.к.) таъминланганлиги. Бу кўрсаткичлар рақобатни ривожлантириш ва нархлар бўйича катта бўлмаган курс тафовути ҳисобига эришилади;
- молиявий инструментларнинг эркин савдосини таъминловчи ривожланган савдо тизимларини мавжудлиги;
- инвесторларнинг ҳақ-ҳуқуқлари ҳимоясини юқори даражада таъминловчи бозорнинг самарали тартиблаштирувчи (мувофиқлаштирувчи ва назорат қилувчи) тизимини мавжудлиги;
- молия бозори қатнашчилари томонидан таъминланадиган бозорнинг инфор­мацион шаффофлиги (тран­парентлиги).

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

Макроиқтисодий функцияси жамғармаларни инвестицияларга самарали трансформациясини таъминлаб беришдан иборат.

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

Умумбозор функцияларга қуйидагилар киради:

- тижорат функцияси, яъни бозорда даромад олишни таъминловчи функция;
- нарх-наво функцияси, яъни бозор нархларини шаклланиши ва таъсири жараёнини, уларни бозор конъюктурасига боғлиқ тарзда узлуксиз ҳаракатини (ўзгаришини) таъминлайди;
- инфор­мацион функцияси, яъни бозор ўз қатнашчиларига савдо объектлари ва савдо иштирокчилари тўғрисидаги ахборотни шакллантиради ва ҳавола қилади;
- тартиблаштириш (мувофиқлаштириш ва назорат қилиш) функцияси, яъни бозор ўзидаги савдо ва унда иштирок этиш, қатнашчилар ўртасидаги низоларни ҳал қилиш тартибларини жорий қилади, устувор йўналишларни аниқлайди, назорат органларини белгилайди ва ҳ.к.

Молия бозорининг махсус функцияларига қуйидагиларни киритиш мумкин:

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

бюджетини молиялаштириш, яъни қўшимча пулни муомалага чиқармасдан; 4) пул массасини бошқариш;

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

Молиявий глобаллаштириш функцияси қуйидагиларда намоён бўлади:

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

- миллий молия бозорларини ўзаро интеграциялашуви (уйғунлашуви);

- молия бозорларини интернационаллашуви;

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

Молия бозорининг асосий функцияларидан бири – молиявий инструментларнинг объектив бозор курсини (нарҳини) 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 тизимида интеграциялаштириш;

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

- инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва мақсад-манфаатларини таъминлаш.

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

1. “Иқтисодиётнинг муаммолари даражасини метрик ўлчагичи”, яъни иқтисодиётда омиллар таъсири остида пайдо бўлувчи муаммоларни маҳсус индикаторлар ёрдамида миқдорини ўлчашга ва шу асосда масъул давлат органи ҳамда иқтисодиёт субъектлари томонидан сиёсат юритишда тегишли қарорлар қабул қилишга кўмаклашади;

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

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

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

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

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

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

8. “Бозор нархлари стабилизатори” сифатида бозор савдоси тенденцияларини (динамикасини) барқарорлаштиради, талаб ва таклифни мувозанатлаштиради;
9. “Иқтисодий тартиблаган фаолиятини таъминловчи алгоритмик процессор” сифатида барча молиявий муносабатларни бозор қатнашчилари томонидан мақсадли стратегик тарзда амалга оширилишига кўмаклашади;
10. “Активлар секьюритизатори” сифатида самарасиз реал активларни қимматли қоғозларга трансформациялаб, уларга янги ҳаёт бағишлайди ва фаол инвестицион жараёнга қайта киритади;
11. “Иқтисодий субъектлари информатори” сифатида уларнинг рискларини пасайтиришга (ёки бошқаришга) кўмаклашади;
12. “Инновацион молиявий воситалар (маҳсулотлар ва операциялар) синтезатори” сифатида рақобатбардошлилик ва молиявий ҳавфсизликни таъминлайди;
13. “Молиявий воситаларнинг маҳсулоти индустрияси” сифатида бозор қатнашчилари учун молиявий инструментлар билан боғлиқ фаолият бўйича ишлаб чиқариш жараёнини ташкиллаштиради;
14. “Иқтисодий инвестицион муҳити сифати ва муаммолари даражасини анализатори” (1-чи ва 11-чи роллар билан ҳамроҳ тарзда);
15. “Бозор қатнашчиларига ўз муаммоларини англашга, баҳолашга ва ҳал қилишга кўмаклашадиган механизм”;
16. “Эквивалент кўзгу” сифатида барча бозор қатнашчиларининг фаолият натижалари сифатини бевосита ва билвосита акс эттиради ҳамда келажакдаги стратегияларини мақсадли қуришга кўмаклашади;
17. “Спекулятив операциялар тотализатори” сифатида бозор қатнашчиларини кутилажак, аммо riskли, манфаалар томон чорлайди. Бунда эмитентлар қимматли қоғозлари сифатини спекулятив инвесторларнинг орзули мақсад-манфаатларини керакли (спекулятив) даражада таъминлашга мажбурлар, акс ҳолда инвесторлардан маҳрум бўладилар. Сабаби, эмитентлар иқтисодий ривожланиш учун янги ва қўшимча инвестицион ресурсларга муҳтож, инвесторлар эса – молия инструментлари бўйича кам (ёки кўп) riskли бозор даромадига интиладилар, чунки, айнан спекулятив инвесторлар иқтисодий инвестицион муҳитни белгиладилар. Шундай қилиб, молия бозори спекулятив инвесторларнинг азартга кириши муҳитини қиздиради, молиявий инструментларни муомалага чиқарувчиларни эса доимий тарзда молиявий барқарорликка мажбур қилади, инвестицияларга бўлган рақобатли курашини қиздиради, натижада бозор рақобатини муҳитини таъминлайди;
18. “Молия бозори қатнашчиларини бир бутун инфратузилмавий тизимга бирлаштирувчи” сифатида ҳар бир қатнашчини ўз ўрнини, мақсад ва вазифаларини, функцияларини, бир-бири билан боғлиқликдаги тартибли фаолиятини таъминлайди; Молия бозорининг бир бутун тизимлиги деганда уни бир-бири билан узвий боғланган унсурлардан (қатнашчилардан) иборат мураккаб катта тизим (структуравий-функционал модел) сифатида ташкиллашгани тушунилади (1.2 параграфга қаралсин). Ҳар бир унсур бозорда ўзига ҳос мақсадга ва тегишли фаолият турига эга;
19. “Молиявий маҳсулотлар (инструментлар), ресурслар ва хизматлар гипермаркети” сифатида барча бозор қатнашчиларини уларнинг товарларини объектив нархларда алмашинуви борасида учраштиради ва манфаатларини қондириш учун керакли шароитларни яратади;
20. “Бозор муҳити” сифатида бозорда очиқ (эркин) иқтисодий қонунларининг амал қилишини, иқтисодий монетизациялашувини, капитал айланмаси ва трансформациясини, активлар секьюритизацияси тамойилларини таъминлайди. Бунда ҳар бир мамлакат бозори муҳити ўзининг қувват потенциали миқдори доирасида айтилган ролини бажаради;
21. “Молиявий глобаллаштирувчи” сифатида юқорида келтирилган роллар асосида миллий иқтисодийлар бирлашувини таъминлайди, бозор қатнашчиларининг халқаро

даражада фаолият чегаралини ва таъсирини кенгайтиради, давлатнинг регулятив ролини камайтиради (халқаро регулятив ташкилотлар эвазига), ресурслар оқимини географик кегайтириб тезлаштиради ва самарадорлигини оширади;

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

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

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

- барча потенциал инвесторлар ўз маблағларини фойдали тарзда жойлаштиришлари учун уларга тенг шарт-шароитлар яратиб бериш;

- бозорда тузиладиган битимларнинг ихтиёрийлиги;

- эркин рақобат йўлидаги тўсиқларни бартараф этиш;

- нархларни реал таркиб топадиган талаб ва таклиф асосида белгилаш;

- бозор тўғрисидаги қонун ҳужжатларига унинг барча қатнашчилари томонидан риоя этиши;

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

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

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

- инвесторлар ва эмитентларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш;

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

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

Саволлар

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

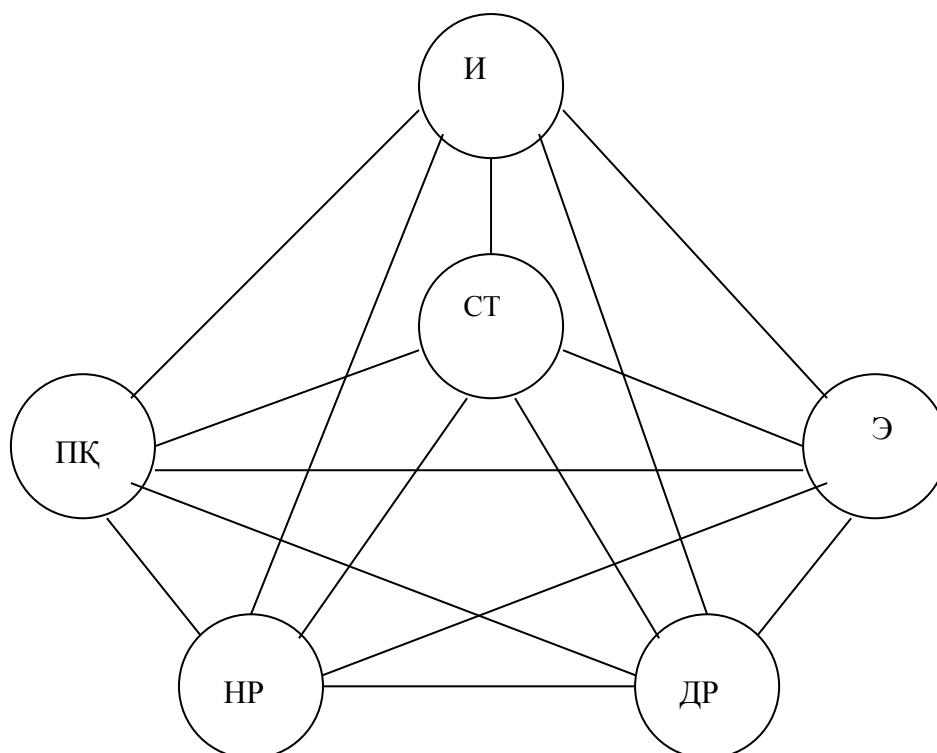
15. Молия бозорининг қандай ролларини биласиз?
16. Молия бозорининг қандай тамойилларини биласиз?

Топшириқлар

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

2. Молия бозорининг тузилмаси, таркибий қисмлари ва қатнашчилари

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



Расм.1.2.1. Молия бозорининг структуравий-функционал модели.

Ушбу моделда молия бозори қатнашчиларининг (унсурларининг) бир-биридан фарқли мақсадлари, вазифалари ва фаолият хусусиятлари асосида қуйидагиларни ифодалаш мумкин.

1. Унсурларни шартли равишда тўрт гуруҳга: савдо қатнашчилари, савдони ташкиллаштирувчилар, регуляторлар ва информацион (рейтинг) агентликларга ажратиш мумкин. Биринчи гуруҳга эмитентлар (молиявий инструментларни таклиф қилувчилар, сотувчилар), инвесторлар (молиявий инструментларга ресурсларини йўналтирувчилар, харидорлар), профессионал қатнашчилар (инвестиция институтлари бўлмиш брокерлар, дилерлар, трейдерлар, андеррайтерлар; банклар; суғурта компаниялари; фондлар; холдинглар; молия-саноат гуруҳлари ва ҳ.к.) киради. Иккинчи гуруҳга савдони ташкиллаштирувчи институтлар (биржалар, электрон савдо тизимлари, чакана савдо

марказлари, фонд дўконлари, валюта алмаштириш шаҳобчалари, махсус аукционлар, тармоқланган маркетингли савдо тизими ва ҳ.к.) киради. Учинчи гуруҳга ДР ва НР киради (ҳозирда халқаро регулятив функцияга эга институтларни ҳам назарда тутиш лозим). Тўртинчи гуруҳга молия бозорини таҳлил қилиб, унинг қатнашчилари, молиявий инструментларнинг ва умуман бозорнинг сифат кўрсаткичларини ошкор этиб, реклама қилиб, белгилаб боровчи ахборот ташкилотлари киради. Ушбу гуруҳ институтларини молия бозорининг профессионал қатнашчилари қаторига қўшиш мумкин, лекин улар фаолиятларини юритиш учун молия бозори регуляторидан рухсат олмайдилар, фақат аккредитацияланадилар.

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

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

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

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

Саволлар

1. Молия бозори қандай тузилишга эга?

2. 1.2.1 рамдаги моделда молия бозори унсурларини (қатнашчиларини) қандай ифодалаш мумкин?

3. Молия бозори инфратузилмаси ва унинг таркибий қисмлари (функционал ва институционал) 1.2.1 расмдаги модел асосида қандай ифодаланади?

Топшириқлар

1. Молия бозори тузилмавий моделини тушунтиринг.

2. Функционал ва институционал тузилмаларини тушунтиринг.

3. Терминлар бўйича луғат тузинг.

3. Молия бозори таснифи ва турлари тавсифи

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

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

1. Таркиби бўйича (1.1.3-расмга қаралсин):

- ҚМАБ – қисқа муддатли (1 йилгача) монетизациялашган молиявий активлар (қимматли қоғозлардан ташқари) бозори;

- УМАБ – ўрта (1-5 йилгача) ва узоқ (5 йилдан ортиқ, одатда 30 йилгача) муддатли монетизациялашган молиявий активлар бозори;

- ҚМҚБ – ҚМАБга мос қисқа муддатли қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори;

- УМҚБ – УМАБга мос ўрта ва узоқ муддатли қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори;

- ББ – қимматли қоғозларнинг биржа бозори.

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

2. Сегментлари бўйича:

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

3. Муддатлилиги бўйича:

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

4. Молиявий инструментларнинг эмитентлари бўйича:

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

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

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

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

6. Қатнашчиларнинг манфаатларини таъминланганлиги характер бўйича:

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

7. Молиявий инструментларни етказиш характери бўйича:

- спот (кассавий) бозори, унда ҳаридор ва сотувчи ўртасидаги ўзаро ҳисоб-китоб 1-3 кун ичида тўғридан тўғри (яъни “тўлов асосида етказиш” тамойили асосида) амалга оширилади;

- муддатли бозор, унда ҳисоб-китоб операцияси шартномада (одатда, деривативларнинг параметрлари бўйича) белгиланган муддатда бажарилади.

8. Масштаби бўйича:

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

9. Товар хусусияти бўйича:

- пул ва пул асосли инструментлар (валютлар, СДР⁴, ссдуда, кредит, банк карточкалари, лотереялар ва ҳ.к.) бозори;

⁴ СДР (Special Drawing Rights – қарз олишнинг маҳсус ҳуқуқи) стандарти – замонавий валюта тизими базаси ва валютавий приоритет асоси. Аввал СДР курси АҚШ долларига тенглаштирилган расмий олтин таъминоти билан белгиланган, кейинчалик эса, аввал 16 валютадан иборат «валюта савати» бўйича, 1990-йиллар охирига келиб – бешта базавий валюта (АҚШ доллари, фунт стерлинг, швейцария франки, йен, евро) бўйича белгиланган. 1999 йилдан бошлаб СДР курси қуйидагича белгилана бошланган: АҚШ доллари – 39%, йена – 18%, евро – 32%, фунт стерлинг – 11%. СДР Халқаро тўлов бирлиги ҳақиқий жаҳон валютаси (пули) сифатида шакллана олмади. Бунга қуйидагилар билан боғлиқ муаммолар ҳалақит берди: уни эмиссияси, тақсимлаш ва таъминлаш, курсини белгилаш методи ва қўлланилиши соҳалари. ЕЭС ва Япония

- суғурта инструментлари (полислар) бозори;
- базавий қимматли қоғозлар (акция ва облигациялар, сертификатлар ва ҳ.к.), яъни улуш ва қарз муносабатларига асосланган қоғозлар, бозори;
- қимматли қоғозларнинг ҳосилалари (деривативлар: опцион, фьючерс, своп, форвард, депозитар тилхатлар, депозитар акциялар) бозори.

10. Инфратузилма бўйича:

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

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

11.1. Тури бўйича:

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

11.2. Қатнашиш ҳуқуқини чекланганлиги бўйича:

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

11.3. Ҳизмат кўрсатиш хусусияти бўйича:

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

11.4. Давомийлиги бўйича:

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

11.5. Категорияси бўйича:

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

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

11.6. Савдо мақсадлари бўйича:

- «Буқалар» бозори, унда воситачилар қимматли қоғозлар курсини биржада рухсат этилган доирада оширилиши ҳисобига спекулятив ўйинни амалга оширадilar;
- «Айиқлар» бозори, унда воситачилар қимматли қоғозлар курсини биржада рухсат этилган доирада пасайтириш ҳисобига спекулятив ўйинни амалга оширадilar;
- «Қуёнлар» бозори («Кўча бозори» ҳам деб юритилади), унда юқори рискли биржа листингига киритилмаган қимматли қоғозлар билан боғлиқ биржадан ташқари операциялар бажарилади.

мамлакатларининг валютавий-иқтисодий позицияларини мустаҳкамланиши аста секин СДР стандартидан кўп валюта стандартига (базавий валюталар асосида) ўтишга олиб келди. Умуман олганда, олтинни демонополизацияси ниҳоясига етказилди (яъни, олтинни молиявий актив сифатидан товар сифатига айлантирилиши муносабати билан олтин пул функциясини йўқота бошлади), бу эса олтин бўйича белгиланган нархни бекор қилиниши билан ифодаланди ва унга биржа савдоларида сузувчан курсни киритилишига ҳамда валютавий приоритетларни бекор қилинишига олиб келди.

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

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

Саволлар

1. Молия бозорини таснифлаш нима учун зарур?
2. Молия бозорини қайси белгилар бўйича таснифлаш мумкин?

Топшириқлар

1. Таснифлаш белгиларини кенгроқ талқин қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

4. Молия бозорида амалга ошириладиган битишув ва операциялар мазмуни ва турлари

Молия бозорида барча ҳатти-ҳаракатлар меъёрланган битишув (шартнома) ва улар негизидаги операциялар билан белгиланади⁵.

Молиявий битишув – одатда икки тарафнинг молиявий инструмент бўйича мулк хуқуқни ўтиши ёки молиявий хизмат кўрсатиш тўғрисидаги ихтиёрий келишуви бўлиб, ўзида тарафларнинг келишилган предмет (матлаб) бўйича хуқуқлари, мажбуриятлари, жавобгарликлари, ўзаро ҳисоб-китоб шартлари, бажариш муддатлари ва бошқа қўшимча шартларни ифодалайдиган юридик ҳужжат.

Молиявий битишув предмети доирасида қуйидаги операцияларни амалга ошириш учун асос бўлиши мумкин: сотиш ва сотиб олиш, мулкка эгалик хуқуқини бериш, хизмат кўрсатиш ва ҳ.к.

Шартнома бўйича молиявий инструмент билан боғлиқ операция ёки хизмат – бу тарафларнинг келишуви асосида белгиланган тартибда бажарилган ҳатти-ҳаракатлари кетма-кетлиги мажмуаси.

Битишувни қуйидаги жиҳатлар (аспектлар) нуқтаи назаридан кўриш мумкин: ташкилий-техник, иқтисодий, хуқуқий ва ижтимоий-этик.

Шартномада қуйидагилар бўлиши лозим:

- шартноманинг номи, номери, санаси, тузилиш жойи;
- шартнома тарафларининг номи, уни тузишга масъул шахслар ва асос;
- шартнома предмети ва объекти;
- иқтисодий параметрлар (объект сони, ҳажми, нарҳи ва бошқа кўрсаткичлари);
- шартномани бажариш муддати, ўзаро ҳисоб-китоб шarti, муддати ва шакли;
- тарафларнинг хуқуқ ва мажбуриятлари, шартномани бажармаслик ёки белгиланганидек бажарилмаслиги учун жавобгарлик;
- алоҳида ва қўшимча шартлар;
- тарафларнинг юридик адреслари, реквизитлари ва муҳрлари билан тасдиқланган имзолари.

Шартнома юридик тасдиқ ёки ҳулосага эга бўлиши шарт. Маълум ҳолатларда нотариал тасдиқланиши мумкин.

Ўзаро шартномалар тўғридан-тўғри ёки воситачи орқали тузилиши мумкин.

Шартномаларда қуйидаги операциялар назарда тутилиши мумкин: биржавий, нобиржавий, улгуржи, чакана, йирик, майда, ички, ташқи, кассавий, муддатли, тўлиқ, бўлинган, мартта кўпайтирилган, оддий, мураккаб, тезкор, муддати чўзилган, узок муддатли, боғлиқ, бир маротабалик, қарама-қарши, тўғридан-тўғри, тесқари, ёрдамчи ва ҳ.к⁶.

⁵ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Рынки: финансовые и ценные бумаги. Учебник.-Т.: ТФИ, 2003.-196 с.;

Шоҳаъзамий Ш.Ш. Секьюритетика. Учебник.-Т.: Узбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-473 с.

⁶ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга I.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-728 с.;

Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-847 с.;

Шартномалар фаолият (хизмат) турлари, мақсадлари, молиявий инструментлар бўйича фарқланиши мумкин.

Ҳар бир операция қонунчиликда белгиланган тартибда, муддатда, ҳажмда ва нархда бажариладиган мақсадли ҳатти-ҳаракатларнинг маълум кетма-кетлиги (меъёрланган алгоритми) тўпламидан иборат бўлади.

Операцияни бажариш алгоритми – бу мақсадга эришиш борасидаги тартибли ҳатти-ҳаракатларнинг кетма-кетлиги.

Шартномани бажариш алгоритми – бу шартноманинг мақсадига эришиш бўйича тарафларнинг бажарадиган операцияларининг меъёрланган тартиби.

Саволлар

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

Топшириқлар

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

5. Молия бозорининг иқтисодий модели

Ушбу бобнинг 1.1 параграфида айтилганлардан келиб чиқиб, молия бозорининг иқтисодий моделини ифодалаш мумкин. Ушбу модел математик шаклда экзоген (кирувчи) ва эндоген (чиқувчи) ўзгарувчилар (параметрлар) боғлиқлигини, яъни экзоген параметрларнинг (А) эндоген параметрларга (В) таъсирини, ифодалайди⁷.

Молия бозори конъюктураси молия инструментлари бўйича талаб ва таклифдан шаклланади.

Молия инструментига (МИ) талаб Q^d унинг бозор нарҳи (курси) P_a ва жамғармалар ҳажмига S ҳамда инфляцияни ҳисобга олувчи даромад ставкасига r боғлиқ, яъни

$$Q^d = D(P_a, S, r) \quad (1)$$

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

$$Q^s = S(P_a, I, r) \quad (2)$$

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

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

$$Q^s = Q^d \quad (3)$$

Шундай қилиб, (1), (2), (3) тенгламалар молия бозорининг иқтисодий моделини ташкил қилади. Уларда r ва S - экзоген параметрлар (А), P_a, I (МИ сотиш эвазига жалб қилинган инвестициялар Q) - эндоген параметрлар (В). Ушбу параметрларнинг ўзаро боғлиқлигини (уларнинг қийматини аввалдан маълум деб олиб) 1.6.1-чи расмда кўрсатилганидек талаб ва таклифнинг мувозанат модели ёрдамида ифодалаш мумкин. Бу модел ёрдамида S, I ёки r ларнинг ўзгариши молия бозорига қандай таъсир кўрматилишини

Шоҳаъзамий Ш.Ш. Секьюриметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.;

⁷ Мэнкью Н.Г. Макроэкономика: Пер.с англ.-М.: Изд.МГУ, 1994.-736 с.;

Шоҳаъзамий Ш.Ш. Рынки: финансовые и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2003.-196 с.;

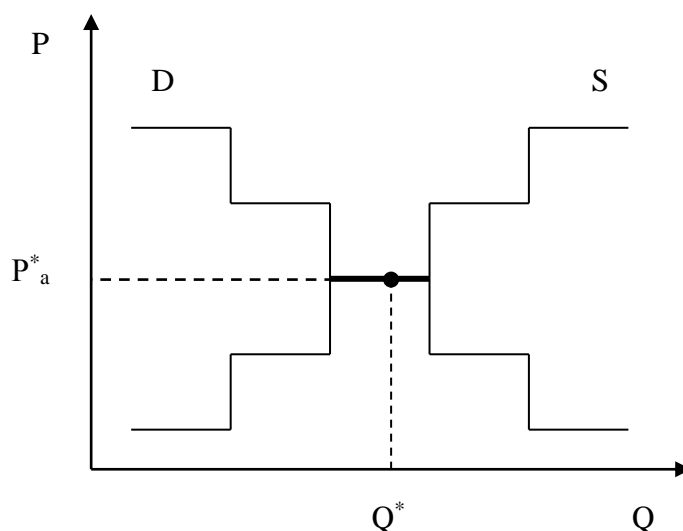
Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Иқтисод-молия, 2005.-376 с.

кўриш мумкин. Масалан, S ошиши билан Q^d ўсади, r ошиши билан эса Q^s камаяди, бу ҳолда нарҳнинг мувозанат қиймати P_a^* ортади, МИ микдорининг мувозанат қиймати эса Q^* камаяди.

Графикда талабни ифодалайдиган зинасимон чизиқ молия инструментиға бўлган талаб ва унинг нарҳи P_a ўртасидаги нисбатни акс этади. Таклифни ифодалайдиган зинасимон чизиқ таклиф қилинадиган молия инструменти ва унинг нарҳи P_a ўртасидаги нисбатни акс этади.

Графикда ҳар иккала чизиқнинг кесишув нуқтаси бозордаги нарҳнинг мувозанат ҳолатни кўрсатади, яъни таклиф қилинган молия инструментлари талабға мос келади.

Айтиш жоизки, шунга ўхшаш модел У.Шарп⁸ томонидан ҳам ифодаланган.



Расм.1.6.1. Талаб ва таклифнинг мувозанат модели

Бошқариш тизимлари назариясига асосан⁹ B ва A нисбатини молия бозорининг ўтказиш функцияси сифатида ифодалаш мумкин, яъни:

$$W(Q^d, Q^s) = \{B(P_a, Q)\} / \{A(r, S)\} \quad (4)$$

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

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

Агар $W(Q^d, Q^s)$ ва $A(r, S)$ ўзгарувчиларнинг қийматлари маълум бўлса, $B(P_a, Q)$ ўзгарувчини молия бозорининг иқтисодий модели бўйича натижавий функция деб қабул қилиш мумкин. Бу функция молия бозорининг иқтисодиётдаги ролини на фақат “барометр” сифатида, балки молиявий ресурсларни рақобат ва конъюнктура (талаб ва таклиф) таъсири асосида тақсимланиши ва қайта тақсимланиши жараёнларининг

⁸ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-сс.95-114.

⁹ Бергаланфи Л. Общая теория систем-обзор проблем и результатов.-«Системные исследования».Ежегодник. М.: Наука, 1969; Современная теория систем управления/Под ред. К.Т.Леондеса.-М.: Наука, 1970.-512 с.; Александров А.Г. Оптимальные и адаптивные системы.-М.: Высшая школа, 1989.-263 с.; Шохазамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.; Шохазамий Ш.Ш. Концептуальный подход к системному исследованию и развитию рынков: финансов и ценных бумаг.//Общественные науки в Узбекистане, 2005, №1-2.

МАВЗУ- 2 . МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТРУМЕНТЛАРИ ВА ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР

Режа:

1. Молия бозори инструментлари таснифи ва тавсифи
2. Қимматли қоғозлар таснифи ва тавсифи
3. Қимматли қоғозларнинг ҳаёт жараёни цикли
4. Базавий қимматли қоғозлар механизми
5. Ҳосилавий қимматли қоғозлар механизми

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

Замонавий инструментарий

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

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

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

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

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

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

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

Молиявий инструментлар ёрдамидаги ресурслар ҳаракати қуйидаги омилларга боғлиқ¹⁰:

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

¹⁰ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга 1. Учебник. -Г.: Iqtisod-moliya, 2005.-с.с.13, 31-34.

- молиявий инструментларнинг реал базис билан таъминланганлиги ва шу асосда иқтисодиёт ва молия бозорини эквивалентлиги;
- жамиятнинг менталитети ва танлаб олган ривожланиш модели;
- макро- ва микроиқтисодий барқарорлик;
- ташқи кучлар ва ходисаларнинг молиявий инструментлар бозорига таъсири ва бошқалар.

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

Молиявий инструментга ҳос қуйидаги **атрибутларни** келтириш мумкин:

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

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

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

- ўзига ҳос бозор орқали молиявий ресурсларни (капитални) иқтисодиётда (иқтисодиёт субъектлари ўртасида) самарали тақсимлаш ва қайта тақсимлаш;
- пулдан бўлак маълум шароитларда квазипул сифатида тўлов воситаси бўла олиш (m_2 ва ундан йирик пул агрегатлари таркибига киритилганлиги муносабати билан);
- бир вақтда иқтисодий ва юридик мазмунни ўзида мужассамлаштирган ҳолда унинг эгаси, чиқарувчиси ва давлат ўртасидаги иқтисодий-ҳуқуқий муносабатларни белгилаш;
- ўз эгаларига капиталга эгалик ҳуқуқи билан бирга бошқа маълум қўшимча ҳуқуқларни (масалан, овоз Бер иш, бошқарувда иштирок этиш, маълумотга эга бўлиш, кредиторлик мавқеи ва ҳ.к.) бериш;
- алоҳида товар сифатида муомалада бўлиш, бозор конъюнктурасини ва унда бизнес сифатини белгилаш; уни чиқарувчиси ва бозор ҳолати тўғрисида информация билан таъминлаш ва ҳ.к. (буларни унинг молия бозоридаги роли сифатида қабул қилиш мумкин);
- инвестицион актив ва жамғарма сифатида хизмат қилиш;
- риск шароитида капитал бўйича даромад олишни, капитални қайтарилишини таъминлаш ва ҳ.к.

Шундай қилиб, юқоридагиларнинг барчаси молиявий инструмент-ларнинг мазмуни, ҳосса ва хусусиятларини ифодалайди.

Молиявий инструменлар таснифи

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

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

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

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

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

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

Миллийлиги бўйича: миллий, хорижий ва ҳалқаро молиявий инструментлар.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Тўлов муддати бўйича: спот ва муддатли бозор инструментлари.

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

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

Келтирилган тасниф хошишга ва молия бозорининг хусусиятларига кўра кенгайтирилиши мумкин.

Саволлар

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

Топшириқлар

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

2. Қимматли қоғозлар таснифи ва тавсифи

Қимматли қоғозларнинг мазмуни, мақсади ва функциялари

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

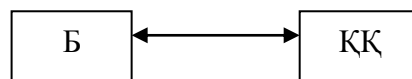
Қимматли қоғоз – бу, умуман олганда, монетизациялашган (пул билан таъминланган) реал базисга эквивалент (“эгиз-аналог”) қийматга (баҳога) ва ҳоссаларга эга бўлган, маҳсус иқтисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган, ўзига ҳос бозордаги молиявий муносабатларни белгиловчи, шакллантирувчи ва ривожлантирувчи, молиявий ресурсларни самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишини таъминловчи, муайян ҳолларда маълум шаклларда даромад келтирувчи восита сифатида ҳар қил турларда, шакл ва мазмунларда намоён бўладиган ҳам инвестицион капитал (актив, маҳсус фонд жамғармаси бойлиги, қимматли қоғозлар портфели), ҳам тўлов воситаси, ҳам алоҳида фонд бозори товаридир.

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

Таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикасининг “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги” Қонуни лойиҳаси (2007 йилдаги) билан белгиланган қимматли қоғознинг таърифини мазмунан юқорида келтирилган талқинда тушуниш мақсадга мувофиқ. Ушбу Қонун лойиҳасига мувофиқ “Қимматли қоғозлар - уларни чиқарган шахс билан уларнинг эгаси ўртасидаги мулкӣ ҳуқуқларни ёки заём муносабатларини тасдиқловчи дивиденд ёки фоизлар кўринишида даромад тўлашни ҳамда ушбу ҳужжатлардан келиб чиқадиган ҳуқуқларни бошқа шахсларга бериш имкониятини назарда тутувчи ҳужжатлардир”. Кўриниб турибдики, бу таърифда эквивалентлилик ҳоссаси инобатга олинмаган.

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

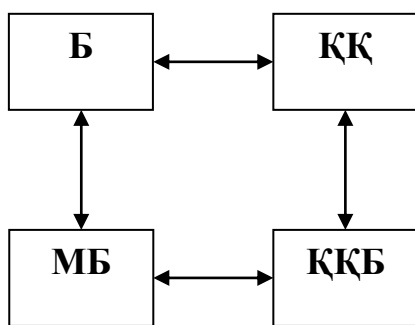
Юқорида айтилганлардан келиб чиққан ҳолда, эквивалентлилик тамойили асосида қимматли қоғоз ва унинг реал базисини ўзаро “эгиз-аналог” сифатида 2.2.1-чи расмда келтирилган схема билан ифодалаш мумкин. Схемада: Б – базис (яъни қимматли қоғознинг базиси); ҚҚ – базисга эга бўлган қимматли қоғоз; икки тарафлама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



Расм.2.2.1. Қимматли қоғоз ва унинг базиси эквивалентлиги схемаси

2.2.1-чи расмда базисни (Б) реал моделлаштирилаётган (тадқиқ этилаётган) объект сифатида, қимматли қоғозни (ҚҚ) эса объект модели деб қабул қилиш мумкин. Бу эса объектнинг математик моделини унинг эквиваленти бўлмиш қимматли қоғоз ҳоссалари (курсаткичлари) ёрдамида ифодалаш орқали математик моделлаштириш имконини беради. Яъни модел ёрдамида ҚҚ ҳоссаларини математик тарзда моделлаштириш асосида реал объект (базис) ҳоссаларини тадқиқ этиш мумкин. Ушбу математик ёндашув мен учун ҳамиша ардоқли ва ҳурматли бўлган ва келажакда ҳам бўлиб келадиган буюк устозларим Академик Георгий Евгеньевич Пухов ва Виктор Федорович Евдокимовлар томонидан бутун дунёда ўтган асрнинг 60-70-чи йилларида тан олинган “Квазианалоглар назарияси” номи билан техник объектларни моделлаштириш учун илк бор ишлаб чиқилган ва тадбиқ этилган¹¹. Шундай буюк устозларимнинг ноёб илмий-инновацион тафаккурлари ила бунёд этилган мактабларига ҳамиша содиқ бўлган ҳолда квазианалоглар назариясини давомийлик асосида иқтисодиёт, молия тизими ва бозорлари соҳалари учун илк бор 90-чи йиллардан бошлаб ривожлантириб қўллашга жазм қилдим. Бунинг натижасида муаллиф томонидан олинган ва ушбу китобда батафсил келтирилган илмий ва амалий ишланмалар квазианалоглар назариясини иқтисодиёт ва молия соҳалари учун ҳам айнан мослигини исботламоқда.

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



Расм.2.2.2. ҚҚБ ва макробазиснинг ўзаро эквивалентлиги модели

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

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

¹¹ Пухов Г.Е. Избранные вопросы теории математических машин.-К.: Изд. АН УССР, 1964.; Пухов Г.Е., Евдокимов В.Ф., Сильков М.В. Разрядно-аналоговые вычислительные системы.-М.: Сов.радио, 1978.-256 с.

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

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

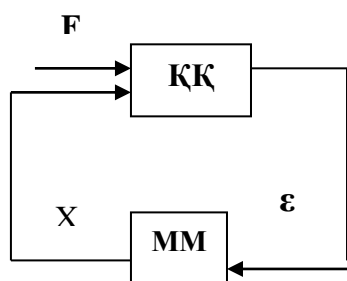
кўринишидаги алгебраик тенгламалар системасига (тенгламада ε минимум қийматга интилтирилади) ёки

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

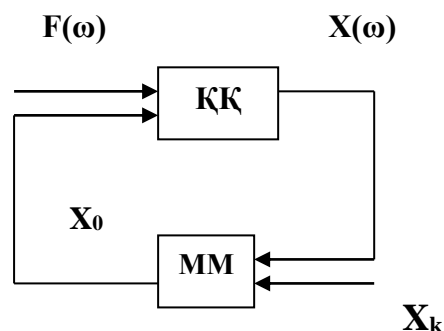
кўринишидаги оддий дифференциал тенгламалар системасига (Коши масаласи).

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

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



Расм. 2.2.3. Тенглама (2.2.1) асосидаги модел



Расм. 2.2.4. Тенглама (2.2.2) асосидаги модел

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

Қимматли қоғозлар таснифи

Умуман олганда қимматли қоғозлар молия инструментларининг тасниф белгилари асосида таснифланади. Лекин қимматли қоғозларнинг маълум мазмун ва хусусиятлари уларни қўшимча тарзда алоҳида таснифлашни тақазо этади.

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

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

Тақдим этувчига бўлган қимматли қоғозлар бўйича ҳуқуқ **индентификация** қилинмайди.

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

Қимматли қоғозларни чиқаришда қуйидаги мақсадлар кўзланади:

1. Акция (оддий ва имтиёзли) чиқариш ва жойлаштириш йўли билан акциядорлик компаниясини тўзиш.

2. Облигация чиқариш ва жойлаштириш йўли билан молиялаштиришни кенгайтириш.

3. Қўшимча инвестиция жалб қилишда компанияда ҳукмронликни сақлаб қолиш учун имтиёзли акциялар ва облигациялар чиқариш.

Давлат қимматли қоғозлари қуйидаги мақсадларда чиқарилади:

- жорий бюджет камоматини (дефицитини) молиялаштириш;

- аввал жойлаштирилган қарзларни сўндириш;

- давлат бюджети кассасининг бажарилишини таъминлаш;

- солиқ тўловларининг нотекис тушумини текислаш;

- тижорат банкларини ликвид резерв активлар билан таъминлаш;

- давлат ва маҳаллий ҳокимият органлари томонидан амалга ошириладиган мақсадли инвестицион дастурларни молиялаштириш;

- ижтимоий муҳим аҳамиятга эга бўлган муассаса ва ташкилотларни молиявий қўллаб-қувватлаш.

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

Жадвал 2.2.1, (%)

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

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

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

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

Саволлар

1. Қимматли қоғозларнинг қандай талқинларини биласиз?

2. Қимматли қоғозларнинг мазмуни нимадан иборат?

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

Топшириқлар

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

3. Қимматли қоғозларнинг ҳаёт жараёни цикли

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

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

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

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

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

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

Банкларнинг активлари билан боғлиқ қимматли қоғозларни Марказий банк тартиблаштиради.

Векселларни чиқарилиши Марказий банк ва Молия вазирлиги томонидан тартиблаштирилади.

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

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

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

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

Саволлар

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

Топишириқлар

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

4. Базавий қимматли қоғозлар механизми

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

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

Акциядорлик жамияти акцияларини эмиссияолди ишлари ва эмиссияси

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

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

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

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

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

Очик усулда қўшимча акциялар (облигациялар ва бошқа эмиссияланувчи қоғозлар) олдиндан чекланмаган инвесторлар ўртасида эркин бозор нарҳида белгиланган тартибда жойлаштирилади. Бунда, одатда, инвестиция воситачилари (брокерлар, андеррайтерлар ва

уларнинг синдикатлари) иштирок этади. Эмиссия босқичлари 2.4.1-чи жадвалда тизимли тарзда келтирилган.

Жадвал 2.4.1. Қимматли қоғозлар эмиссияси босқичларининг тавсифи

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

Эмиссия рисоласини рўйхатдан ўтказиш
Қимматли қоғозларни чиқариш уларнинг эмиссия рисоласини давлат рўйхатидан

ўтказилишини тақазо этади. Қимматли қоғозлар эмиссияси рисола ваколатли давлат органи томонидан белгиланган муддатда ва тартибда рўйхатга олинади (агар эмитент томонидан тақдим этилган барча ҳужжатлар талаб даражасида бўлса), натижада унга махсус давлат рақами бириктирилади.

Айтилган тартиб облигациялар чиқариш учун ҳам таалукли.

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

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

Эмиссия натижалари тўғрисидаги ҳисобот ва маълумотларни очиб бериши

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

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

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

Қимматли қоғозларнинг бозор муомаласи

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

Қимматли қоғозларни сўндириши(муомаладан чиқариши)

Қимматли қоғозлар қонунда белгиланган тартибда сўндирилади.

Акциялар қуйидаги ҳолларда муомаладан чиқарилиши мумкин:

- акциядорларнинг умумий йиғилиши қарорига асосан эмитентнинг тугатилиши ҳолида;

- жамиятнинг реорганизация (қўшилиши, ажралиши, бирлашиши, қайта ташкил этилиши) қилиниши ҳолида;

- қимматли қоғозларни майдаланиши, йириклаштирилиши, қайтариб сотиб олишиши, конвертацияланиши ҳолларида;

- суд қарори билан жамиятни тугатилиши ҳолида;

- агар жамият Уставида қимматли қоғознинг муомала муддати чекланган бўлса.

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

Давлат қимматли қоғозлари давлат томонидан белгиланган тартибда муомаладан чиқарилади.

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

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

Саволлар

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

Топшириқлар

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

5. Ҳосилавий қимматли қоғозлар механизми

Ҳосилавий қимматли қоғозлар (яъни деривативлар, базисли қимматли қоғозлар) ўзининг ҳаёт циклида базавий қоғозларникига ўхшаш тарзда белгиланган тартибда эмиссиолди ишлари амалга оширилади, эмиссия рисоласи давлат рўйхатидан ўтказилади, икиламчи муомалада бўлади ва сўндирилади. Деривативлар нақд ва бланксиз шаклларда, эгасининг исми ёзилган ёки тақдим этувчига мулжалланган турда чиқарилиши мумкин. Улар класс ва серияларга бўлинади.

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

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

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

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

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

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

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

Марказ деривативлар эмиссияси ва муомаласи жараёнларини назорат қилиб боради.

Клиринг палатаси деривативлар бўйича ўзаро ҳисобларни амалга оширади.

Деривативлар эмиссияланувчи қоғозлар сингари сўндирилади.

Саволлар

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

Топшириқлар

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

МАНВЗУ-3. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНДИКАТОРЛАРИ ВА МОДЕЛЛАРИ

Режа:

1. Молия бозори индикаторлари.
2. Жаҳон қимматли қоғозлар бозорлари индекслари.
3. Молия бозорининг жаҳон амалиётидаги моделлари.
4. Ўзбекистон молия бозорининг модели.

Глобаллашув шароитларида индустриал ва ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётларининг ривожланиш босқичлари молия бозорлари ролини кескин ошиши билан белгиланади. Чунки молия бозорлари бу шароитларда жаҳон иқтисодиёти миқёсида на фақат молиявий оқимларнинг самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланишини таъминламоқда, балки мамлакатлар иқтисодиётлари ва бозорларининг рақобатбардошлигини, шароитларга эгиловчан мослашиши, ҳавфсизлик даражасини, иқтисодий ўсиш ва ривожланиш суръатларини белгиламоқда.

Маълумки, рисклилик даражаси тизимли, тармоқлар, инвестициялар жалб қилувчи эмитентлар ва инвесторларнинг рисклари йиғиндисидан ташкил топади. Молия бозорида намоён бўлувчи тизимли рисклар инвестиция қилиш тўғрисида қарор қабул қилишнинг муҳим **компонентаси** ҳисобланади. Ушбу рискларни ва юқорида айтилган кўрсаткичларни ҳамда уларнинг ҳавфсизлик **чегаравий (критик)** қийматларини баҳолаш эконо-метрик усуллар ва финансометрика¹² ёрдамида амалга оширилиши мумкин. Бунда кўп жиҳатдан иқтисодий ва молиявий ҳавфсизлик индикаторлари тизими ва уларнинг критик қийматлари (миқдорлари) назарда тутилади. Уларнинг бундай қийматларини ўз вақтида, олдиндан ва тўғри миқдорий баҳолай олмаслик ишлаб чиқариш ва такроран ишлаб чиқариш жараёнларига молия бозори орқали салбий таъсир кўрсатувчи ҳодисаларни келтириб чиқариши мумкин. Шунинг учун молия тизими ва бозорининг ҳавфсизлик, барқарорлик, рақобатбардошлилик, рисклилик ва жалбдорлилик индикаторларини билиш ва уларни баҳолаш ҳар қандай мамлакат иқтисодиётида муҳим аҳамиятга эга.

Макроиктисодий ва макромольвий (жумладан, финансометрик) индикаторлар ёрдамида юқорида санаб ўтилган сифат кўрсаткичларини миқдорий баҳолаш, улар ёрдамида ифодаланувчи молия бозорига ҳос жараёнларни тадқиқ қилиш, ундаги тенденциялар динамикасини таҳлил қилиш, бозор мониторингини ўтказиш ва ундаги ижобий ва салбий ҳодисаларни прогноз қилиш, буларнинг натижалари асосида пайдо бўлиши мумкин бўлган ҳавфлар ва **диспропорциялар** манбаларини (сабабларини) аниқлаш ва ўз вақтида уларнинг иқтисодиётга ва молия тизимига салбий таъсирини олдини олиш ёки даражасини олдиндан пасайтириш бўйича чора-тадбирларни ишлаб чиқиш мумкин.

Молия тизими ва бозорининг ҳавфсизлик, рақобатбардошлилик, барқарорлилик ва жалбдорлилик даражаларини бевосита ва билвосита миқдорий ифодаловчи индикаторларни қуйидаги беш гуруҳларга ажратиш мумкин¹³:

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

Ҳар бир гуруҳга кирувчи индикаторлар 4-чи иловада келтирилган.

Юқорида келтирилган индикаторлар ва уларни баҳолаш натижаларини тизимли қайта ишлаб таҳлил қилиш асосида молия бозорини ҳавфсизлик, рақобатбардошлилик,

¹² Шоҳазамий Ш.Ш. Секьюриметрия.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-473 с.

¹³ Мальцева И.Г. Система индикаторов финансовой безопасности как основа для определения уровня системных рисков национальной финансовой системы.//Вопросы статистики, №5, 2006.-с.14-24.

барқарорлик ва жалбдорлилик даражаларини, ҳолати, тенденциялари ва муаммоларини, иқтисодиётдаги роли ва функциялари сифатини аниқлаш мумкин. Буларнинг барчаси молия бозорини ривожлан-тириш ёки такомиллаштириш бўйича истиқболлар ва устувор йўналишларни белгилашга ҳамда зарур ҳолларда оператив тарзда регулятив чора-тадбирларни ишлаб чиқиш ва бозор фаолиятини мувофиқлаштиришда ёрдам беради.

Саволлар

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

Топшириқлар

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

2. Жаҳон қимматли қоғозлар бозорлари индекслари

Фонд индексларининг мазмуни. Улар нима учун керак?

Фонд индекси – бу қимматли қоғозлар бозори ҳолатини баҳолаш кўрсаткичи бўлиб, содир бўлаётган макроиқтисодий жараёнларни комплекс ифодалайди. Иқтисодиётда нкирозлар содир бўлса, унинг миқдори пасаяди. Иқтисодий ўсиш даврида эса унинг миқдори ортиб боради. Шунинг учун фонд индексларини барча мамлакатларда иқтисодиёт ҳолатини умумлашган миқдорий кўрсаткичлари деб қабул қилинган. Яъни фонд индекси қандай-дир маълум бир сон бўлиб, қимматли қоғозлар бозорининг ҳолати сифатини тавсифлайди (ифодалайди). Ушбу сонни қандайдир бир вақтда ҳосил бўлувчи оддий бир сон деб қаралса, унда бу сон мазмунан ўзида ҳеч қандай айтарлик муҳим ахборотни мужассамлаштимайди. Шундай қилиб фонд индекси бир томондан мазмунан объектни – фонд бозоридаги қизиқтирган кўрсаткичларини бир-бир билан боғлиқлиги қонуниятини математик шаклда ифодалайди, иккинчи томондан эса унинг бир неча вақт чераралари учун ҳисоблаб топилган қийматларини бир-бири билан солиштирилганда объектдаги ҳодисаларни қизиқтирган вақт оралиқларида ўзгариши тенденциялари динамикасини намоён қилади. Айнан шунинг учун ҳам фонд индекслари иқтисодиёт учун аҳамиятлидир.

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

- фонд бозоридаги ҳолатни аниқ ва ўз вақтида ифодалаши;
- бозор тенденцияси йўналишини прогноз қилиш, таҳник таҳлил усул-лари ёрдамида бозор ҳолатини башорат қилиш учун қулай ва яхши восита бўлиши;
- турли миллий фонд бозорларида йирик стратегик инвестициялар қилиш билан шуғулланадиган инвесторларга айнан қайси бир мамлакат бозорига қайси вақтда ўз сармояларини йўналтириши мумкинлиги тўғрисида тегишли қарор қабул қилиши учун ёрдам бериши;
- рискларни на фақат бозор доирасида, балки унинг алоҳида кўрсаткич-лари (масалан, фоиз ставкалари) бўйича хеджирлаш мақсадида фьючерс ва опцион шартномалар учун восита бўлиб ҳизмат қилиши;
- “ишончлилиқ-даромадлиқ” тоифаларида қимматли қоғозларнинг оптимал портфелини шакллантириш ва самарали бошқаришда қарор қабул қилиш учун асос бўлиб ҳизмат қилиши;

- индекс ёрдамида ифодаланувчи фонд бойликлари билан ёки уларнинг ўхшаш (корреляцияланувчи) бозорида ишловчи трейдер (ёки портфел бошқарувчиси ва ҳ.к.) олиши лозим бўлган даромаднинг минимал базавий миқдорини кўрсатиши;

- муайян компаниялар бошқарувчиларининг иш сифатини тармоқлар ва умуман бозор бўйича ўртача қийматлари сифати билан солиштирма баҳолаш воситаси бўлиб хизмат қилиши;

- индекс портфелида келтирилган инструментлар муомалада бўлувчи мамлакат бозорида уни тартиблаштирувчи органлар фаолиятини тавсифлаши, иқтисодий ҳолат ва инвестицион муҳитни акс этиши керак.

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

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

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

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

Фонд индексларининг кўп қисми икки гуруҳдан бирига, яъни капитализациялашган ва нархли индексларга, мансубдир.

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

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

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

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

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

Индексларни ҳисоблаш методологияси

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

- фонд индекслари қайси формулалар ёрдамида ҳисобланиб топилади;

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

Индекс “моделини” қуришнинг умумий ва тан олинган методикаси қуйидагича:

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

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

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

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

5. Индексни бевосита икки методикага асосан ҳисоблаш мумкин.

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

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

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

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

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

Индексларни танлаш масаласи

Олдин индекслар нечта бўлиши мумкун деган саволга жавоб бериш лозим. Индекс листингига умумий белгиларга (умуман олганда белгилар ҳисобсиз бўлиши мумкин) эга

фонд инстурметлари киритилиши мумкин бўлганлиги учун, мос равишда индекслар ҳам чексиз миқдорда бўлиши мумкин. Бунда фақат иккитадан кам бўлмаган фонд бойлигининг мавжудлиги ягона чеклов бўлиши мумкин, чунки фақат биргина фонд бойлигини мавжудлиги ҳолати салбий (маънога эга эмас) ҳисобланади.

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

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

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

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

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

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

Фонд индексларига оид бошқа материаллар 5-чи иловада келтирилган.

Саволлар

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

Топшириқлар

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

3. Молия бозорининг жаҳон амалиётидаги моделлари

Жаҳон амалиётида молия бозорининг *англо-саксон, континентал* (“*Рейн капитализми*”), уларни *гибриди, ислом* моделларини ажратиш мумкин. Бу моделларнинг барчаси ушбу китобнинг I-чи бобида келтирилган молия бозорининг назарий-концептуал моделларига асосланади. Маълумки, улар қайси мамлакатга оид эканлиги, уни ривожланганлиги даражаси, ундаги жамият томонидан танланган ижтимоий-иқтисодий модел ва мавжуд менталитетга (традицияларга) ҳамда улардаги омилларнинг (ички ва ташқи) таъсири қонуниятлари ва даражаси ҳамда бошқа белгиларга қараб фарқланади. Лекин моделларнинг барчаси қайси мамлакатда бўлишидан қатъий назар ўзларининг иқтисодиётдаги ва глобаллашув шароитларидаги роли ва функцияларини маълум даражада бажаради. Масалан, индустриал мамлакатларда молия бозорининг асосан англо-

саксон ва (ёки) континентал моделлари бўйича тузилганини, кўпчилик ривожланаётган мамлакатларда эса гибрид ёки англо-саксон ёки континентал (германча) моделни, мусулмон давлат-ларида – ислом моделини кўриш мумкин. Жумладан ўтиш иқтисодиётига мансуб давлатларда кўпроқ гибрид моделни кузатиш мумкин, аммо уларнинг инфратузилмаси самарадорлиги бўйича индустриал мамлакатлар модел-ларига ҳозирча тенглаша олмайди. Бунда айтиш жоизки, бу мамлакатларда молия бозорларининг шаклланиши хусусиятлари кўп жиҳатдан улардаги таъсир этувчи омилларга¹⁴ ва мавжуд ривожланиш шароитларига боғлиқлигини кузатиш мумкин.

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

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

Молия бозори моделларини икки гуруҳга ажратиш мумкин:

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

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

Молия бозори моделларини назариян қуйидаги белгилар негизида ажратиш мумкин:

- мамлакат иқтисодиёти моделини тузилиши;
- мамлакат аҳолисининг традицион маънавий бойликлари уклади.

Ҳар иккала белги асосида моделлар тавсифини алоҳида кўриб чиқамиз.

1. Мамлакат иқтисодиёти моделини тузилишига асосланган молия бозори моделлари

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

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

¹⁴ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.-с.144-168.

Фундаменталистик (диний) иқтисодиётга ҳос молия бозори модели. Бундай иқтисодиётнинг ёрқин намоёндаси Эрон Ислом Давлати ҳисоб-ланади (шу туфайли у ҳақда гап юритамиз). Бу давлат Ислом дини идеоло-гиясига асосланган ривожланишнинг алоҳида миллий йўлига қаратилган бўлиб, жаҳон бозори ва индустриал мамлакатлардан ажралган ҳолда молия бозори моделини шакллантирган ва ривожлантириб келмоқда. Унинг иқтисодиёти ёпиқ ҳисобланади.

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

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

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

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

Ривожланаётган ва ўтиш иқтисодиётига мансуб мамлакатларга ҳос молия бозорининг гибрид (аралаш тузилмали) моделлари. Бундай моделларда асосан кўпукладли иқтисодиётга ҳос муаммолар мавжуд бўлади. Иқтисод-чилар бу муаммоларни пайдо бўлишини ушбу мамлакатларда турлича олиб борилаётган иқтисодий ислохатлар натижалари ва уларга таъсир этувчи кўпгина омиллар билан боғлайдилар. Муаммоларнинг ичида сезиларлиси – акциядорлик капиталида мулкчилик тузилмасини шаклланиши жараёни ҳисобланади. Бу жараёнда акцияларнинг катта пакети асосан давлат, хорижий стратегик инвесторлар, компания меҳнат жамоаси, аффилиор шахслари ва администрациясида мужассамлашиб қолади. Натижада компаниянинг корпоратив бошқарув механизми, инвестицион ва эмиссион сиёсатлари самарасизлашади, молия бозорида эса кўпроқ молиялаштиришнинг қарз усулини улуш киритиш усулидан устунлиги устувор характерга эга бўлади, акциялар бозори суст ривожланади.

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

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

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

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

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

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

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

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

молиялаштирилади. Ҳалқаро статистикада қарз муносабатларини мужассамлаштирувчи қоғозлар бўйича ислом мамлакатлари келтирилмайди.

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

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

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

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

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

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

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

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

Саволлар

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

Топшириқлар

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

4. Ўзбекистон молия бозорининг модели

Ўзбекистоннинг молия бозори мамлакатда жадал суръатларда кенг қўламли ва босқичма-босқич амалга оширалаётган ислохатларнинг маҳсули сифатида намоён бўлган реаллик ҳисобланиб, ўзининг такомиллашиш ва ривожланиш йўлига эга. Уни ривожланиши қонуниятлари ва хусусиятлари ўтиш даврига мансуб бўлган Ўзбекистоннинг танлаган ривожланиш моде-лига асосланган. Ҳозирда ҳар қандай ўтиш иқтисодиётига мансуб мамлакат-лар сингари Ўзбекистон учун асосий муаммолар – ишлаб чиқаришни модер-низациялаштириш, инвестицияларни жалаб қилиш ва индустриал ўсишни таъминлашдир¹⁵. Бу муаммоларни ечишда миллий молия бозорининг роли ва функциялари катта аҳамиятга эга. Чунки, жаҳон амалиётидан маълумки, айнан молия бозори миллий иқтисодиётнинг ҳалқаро миқёсда рақобатбар-дошлиги, ҳавфсизлиги ва барқарорлигини таъминлаш учун инвестицияларни жалб қилиш, реал секторни модернизациялаш, ишлаб чиқаришда ва умуман иқтисодиётда ўсишни рағбатлантириш мақсадида молиявий ресурсларни жалб қилишнинг самарали механизmidир.

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

Ўзбекистонда молия бозори модели аралаш (гибрид, қўшма) моделга мансуб бўлиб, ўзида англо-саксон, континентал ва Япон моделлари элемент-ларини маълум даражада мужассамлаштирган (3.3 паранрафга қаралсин). Унинг хусусияти шундаки, унда ҳозирча на банкларнинг, на молия инсти-тутларининг (инвестиция институтлари, суғурта ташкилотлари, фондлар), на институционал инвесторларнинг, на майда чакана инвесторларнинг алоҳида устунлиги кузатилмайди. Алоҳида сегментларга (пул, валюталар, корпоратив ва давлат қимматли қоғозлари, суғурта инструментлари, кредит ва банк-ларнинг бошқа инструментлари бозорларига) эга бўлиб, улар ҳозирда бир-бири билан тўлиқ боғлиқ эмас ва ҳар бири турли ваколатли давлат органлар томонидан алоҳида тартиблантирилади (мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади). Бундай органларга Маказий банк, Молия вазирлиги, Давлат мулкни бошқариш Қўмитаси ҳузуридаги қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази киради. Молия бозорида антимонопол сиёсатни кўрсатиб ўтилган органлар билан бирга-ликда монополиядан чиқари, рақобатни ривожлан-тириш ва тадбиркорликни қўллаб-қувватлаш Давлат Қўмитаси амалга оширади.

Ҳозирда Ўзбекистон молия бозорининг инфратузилмаси маълум даражада шаклланганлиги ва унда турли молиявий инструментлар мавжуд-лиги, иқтисодиётда муҳим, лекин муаммоли аҳамиятга эга эканлиги билан ажратиб туради. Унинг муаммоси шундан иборатки, ҳозирча Ўзбекистон учун юқорида келтирилган муаммоларни ҳал

¹⁵ “Ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш, техник ва технологик қайта жиҳозлаштиришни рағбатлантириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 2007 йил 14 март, №УП-114; “Қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Қарори, 2006 йил 27 сентябр, №ПП-475.

қилишда фаоллиги кам сезилмоқда. Бунга сабаб, унинг ривожланиши ҳозирча 3.1 параграфда келтирилган индикаторлар мезонининг ижобий миқдорий кўрсаткичларига тўлиқ эришмаганида. Чунки молия бозори қатнашчиларининг фаоллиги суғурта, муомаладаги молиявий инструментларининг тури кам, рисклилиги ва волатиллик даражаси баланд, капитализацияси ва ликвидлилиги паст, ҳажми кам, обороти секин, тартиблаштириш механизми такомил эмас ва ҳ.к. Буларнинг барчаси вақтинчалик ҳолат бўлиб, келажакда бошқа ривожланаётган мамлакатларнинг молия бозорлари сингари рақобатбардошлик даражасига эришиши муқаррар.

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

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

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

Қимматли қоғозлар бозори ҳажмининг ЯИМга нисбати (капитализация суръати) кичик бўлиб (1-3 фоиз оралиғида), унинг даражаси ялпи ички инвес-тициялар ҳажмидан анча кам (тахминан 15-17 баробарга). Реал секторнинг пул ресурсларига бўлган талаби асосий капиталга қилинган ички инвестициялар (масалан, 2005 йилда 3012,9 млрд. сўмни ташкил этди) ҳисобига қондирилмоқда. Акциялар бўйича дивидендлар фоизи ва облигациялар бўйича фоиз ставкаси йилдан йилга пасайиш тенденциясига эга. Акцияларнинг бирламчи ва иккиламчи бозорларининг нисбати тахминан бир-бирига яқин. Акциялар ва облигацияларнинг иккиламчи бозорлари спекулятив характерга эга эмас. Спекулятив портфел инвесторлар шаклланмаган бўлиб, асосан стратегик портфел инвесторлар мавжуд.

Асосий индикаторлар бўйича Ўзбекистон молия бозори Россия молия бозори бири билан сезиларли фарқланади. Масалан, Россиянинг қимматли қоғозлар бозори ҳажми ва ликвидлилиги 2000-2005 йиллар давомида тахминан 5 баробарга ошган. Бунда акциялар бозорининг ҳажми 510 млрд. доллардан, капитализация суръати (ЯИМга

нисбатан) даражаси тахминан 50 фоиздан ошган. Ўзбекистонда акциялар бозори ҳажми 2006 йилнинг натижаси бўйича 330 млрд. сўмдан (яъни 264 млн.долл.) ошди.

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

Саволлар

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

Топшириқлар

1. Ўзбекистон молия бозорини 3-чи иловадаги маълумотлар асосида таҳлил қилинг.
2. Ўзбекистон молия бозори моделини ривожланаётган мамлакатлар молия бозорлари моделлари билан солиштирилинг.
3. Терминлар луғатини туздинг.

МАВЗУ-4. МОЛИЯВИЙ ИНСТРУМЕНТЛАР ТАҲЛИЛИ

Режа:

1. Молия бозорида инвестициялар даромадлигини баҳолаш.
2. Фоиз ставкаси ва унинг динамикаси.
3. Пул оқимларини дисконтлаш .
4. Ҳосилавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш.
5. Фундаментал ва техник таҳлил асослари.

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

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

$$I = I_0 + B, \quad (1)$$

Натижада даромад ставкасини (даромадни) B қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$B = (I - I_0)/I_0 = B/I_0 \quad (2)$$

Ушбу (2) ифоданинг сурати инвесторнинг моддий фаровонлигини давр охирида ўзгаришини (унинг даражасини ижобий ёки салбий бўлганини) кўрсатади. Яъни B ижобий бўлади, агар унинг миқдори инфляция i даражасидан юқори бўлса (маълум P_r ички баҳода олинган молия инструментининг бозор нархи P_a барқарорлигида). Бунда инвестор учун P_r катта аҳамиятга эга бўлганлиги учун у ҳар доим ўзининг моддий фаровонлигини (келажакдаги даромадини) ошириш мақсадида молия инструментининг (қимматли қоғознинг) нарҳини базисидан паст баҳоланганини сотиб олишга ҳаракат қилади. Чунки инвестор вақт ўтиши билан сотиб олган қимматли қоғозининг бозор нарҳини кўтарилишини кузатиб, маълум даврга келиб, уни одатда сотиб юбориш эвазига даромад топади. Бу табиий ҳолат бўлиб, қимматли қоғозлар бўйича даромад олишнинг бошқа молиявий активларга қилинган инвестициялардан ҳосил бўладиган даромаддан фарқли хусусиятини билдиради.

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

$$B = I - I_0, \quad (3)$$

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

$$I = I + B \quad (4)$$

Ушбу ифодада инфляция ҳисобга олинмаганлиги учун инвестиция бўйича даромад реал ставка фоизига R тенг бўлади. Ирвинг Фишер қондасига биноан инфляция i сабали даромад $(I+i)$ мартта ошиши лозим бўлганлиги учун (4) ифодани қуйидагича ёзиш мумкин:

$$I = (I + B) = (I + R) = (I+R)(I+i) = I + R + i + iR \quad (5)$$

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

$$B = R + i, \quad (6)$$

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

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

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

Анча узоқ вақт муддати учун 6-чи ифодани 5-чи асосида қуйидагича ёзиш мумкин:

$$B = R + i + iR \quad (7)$$

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

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

$$R = (B - i)/(1 + i) \quad (8)$$

$$i = (B - R)/(1 + R) \quad (9)$$

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

$$(B^* - B) \quad (10)$$

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

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

$$R = B(1-T) - i \quad (11)$$

Бу ифодадан

$$B = [R/(1-T)] + [i/(1-T)] \quad (12)$$

Мос равишда

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

(12) ва (13) ифодаларни ҳисобга олган ҳолда, ифода (10) қуйидагича ёзилади:

$$(B^* - B) = (i^* - i)/(1-T) \quad (14)$$

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

3. Йиллик инфляцияни ойлик инфляциялар миқдорларини мураккаб фоизлар формуласи асосида пулнинг келажакдаги баҳосини $i = (1 + i_k)^{12} - 1$ ифода ёрдамида ҳисобланганидек (инфляциянинг ўсиш суръатларини банклар депозитлари бўйича ўртача фоиз билан солиштириш учун) аниқ ҳисоблаб топиш лозим. Бу йўл (8) ифода ёрдамида инвестицион қарор қабул қилишда фойдали. 8-чи ифодада R параметрни эълон қилинган фоиз даромад (масалан, депозитлар, облигациялар ва ҳ.к. бўйича) деб қабул қилинади.

4. Қимматли қоғозларнинг P_a ва P_r нархларини (8-11) ифодаларни қўллаганда баҳолаш муҳим аҳамиятга эга.

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

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

- P_r эмитентнинг молиявий ҳолатига ўта сезгир бўлиб, эмитент активларининг реал ва потенциал ҳажми бўйича белгиланади. 9-чи ифодага асосан $P_r = P_a - B$;

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

Юқорида келтирилган моделлар ёрдамида инвестицияларни баҳолашда қўллаш мумкин.

Саволлар

1. Инвестор фаровонлигининг ўзгариши фоизи мазмунан қандай бўлади?
2. Даромад ставкаси нима?
3. Акциянинг ички ва бозор баҳоси нима?
4. Инфляцион йўқотиш нима?
5. И.Фишер эффекти нима?
6. Солиқни компенсация қилувчи орттирма нима?
7. Йиллик инфляция қандай аниқланади?

Топшириқлар

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

4. Терминлар луғатини тузинг.

2. Фоиз ставкаси ва унинг динамикаси

Фоиз ставкаларини ҳисоблаш молия бозорининг инвестиция жараёнидан муҳим аҳамиятга эга ¹⁶. Амалиётда фоиз ставкаларини баҳолаш турлича ёндашувларда ифодалангани билан мазмунан ўхшаш¹⁷. Маълумки, кредитор пулларини қарзга берганида улардан қарз муддати тугамагунича фойдаланишдан маҳрум бўлади. Қарз олувчи кредит учун ҳақ тўлаши лозим бўлади. Кредитдан фойдаланиш учун кредиторга пул кўринишида қарз олувчи томонидан тўланадиган ҳақ фоиз шаклида ифодаланади. Фоизлар қарзнинг асосий суммасига маълум бир даврларга ҳисобланади. Фоизни ҳисоблашнинг турли усуллари мавжуд бўлиб, уларнинг асосийларини кўраимиз.

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

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

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

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

$$P = S - ndS = S(1 - nd). \quad (2)$$

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

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

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

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

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

Мураккаб фоизлар. Бир мунча мураккаб ҳолатни фоизларнинг капитализациясини ҳисобга олиб кўраимиз. Унда вақт даврларига боғлиқ ҳолда ортиб боровчи суммага эга бўлишимиз мумкин, яъни P i -чи даврга келиб ΔP_j миқдорга ортади:

$$\Delta P_j = iP;$$

¹⁶ Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В.И.Колесникова, В.С.Торкановского.-2-е изд., перераб. и доп.-М.: Финансы и статистика, 2000.-448 с.

¹⁷ Киялчков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб. пособие. 2-е изд., с изм.-М.: Экономистъ, 2005.-687 с.; Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова.-М.: Финансы и статистика, 2005; Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов.-М.: Инфра-М, 1996.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции.-М.: Инфра-М, 1999.

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

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

.....

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

У ҳолда орттирилган сумма:

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

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

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

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

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

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

Бунда орттириш кўпайтирувчи сифатида қуйидаги ифода бўлади:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Реал, номинал ва эффектив фоиз ставкалари.

Фоизларни қўшиб ҳисоблаб бориш исталган вақт даврида амалга оширилиши мумкин. Кўпроқ фоизлар йилда, чоракда, ойда бир маротаба ҳисоблаб қўшиб борилади. Фоизларни йилига m ($m > 1$) маротаба ҳисобланиб борилиши ҳолатини кўрамиз. Вақтнинг ҳар бир даврига (ярим йилга, чоракка, ойда) j фоизлар ҳисобланиб борилади. Ихтиёрий

даврга ҳисобланиб бориладиган фоиз ставкасини реал фоиз ставкаси деб номлаймиз. Бизнинг ҳолда j -реал фоиз ставкаси.

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

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

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

Орттирилган суммани номинал фоиз ставкаси бўйича эса:

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

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

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

Эффектив фоиз ставкаси бўйича бир йилга орттирилган сумма:

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

$S_1 = S_2$ тенгликдан қуйидагини оламиз:

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

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

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

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

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

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

бунда i – алтернатив қўйилманинг даромадлилиги (банк депозит ставкаси).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

$$S = R \frac{(1 + \frac{i}{m})^{mn} - 1}{(1 + \frac{i}{m})^{mn} x \frac{i}{m}}$$

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

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

Агар фоизларни ҳисоблаб бориш йилига m мартаба бўлса, унда

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

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

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

бунда E – тўловларнинг ўзгармас йиллик ортиши.

Бундай рентанинг ҳозирги катталиги:

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

Агар рентанинг бу турини доимий вариантда кўрсак, унда:

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

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

Ўзгарувчан рентанинг орттирилган катталиги

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

Саволлар

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

Топшириқлар

1. Оддий ва мураккаб фоиз ставкаларини ҳисоблаш методикасини ўзлаштиринг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

3. Пул оқимларини дисконтлаш

Умумий тушунчалар ва терминология

Агар қимматли қоғозлар даромадлиликларини солиштиришда алтернатива сифатида банкдаги депозит қўйилма даромадлилиги танланса, унда даромадлиликнинг алтернатив методини ҳозирги вақтгача кенг қўлланиб келаётган пул оқимларини дисконтлаш методи билан мос келишини кўриш мумкин. Бунда қуйидаги саволларга жавоб топиш лозим¹⁸:

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

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

Иккинчи саволга жавоб топиш энгилроқ кўчади, чунки фоиз ставка-сининг икала методи ҳам кўрилади. Лекин одатда кўпинча мураккаб фоиз ставкаси схемасига мойиллик сезилади, чунки унда даромад ҳам бошланғич суммага, ҳам ҳисоблаб борилган даромад фоизига қўшиб ҳисобланади. Оддий фоиз ставкасида эса фақат бошланғич

¹⁸ Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело.-М.: Экономистъ, 2005.-687 с.

суммага фоиз даромад ҳисобланиб борилиб, асосий сумма охирида қайтарилиб берилади. Мураккаб фоизлар схемасида инвестор ўзинг депозитга қўйган пули ва фоиз даромади суммаларини банкдан қайтариб олмайди деб қабул қилинади. Бу эса инвестор учун сезиларли рискларни келтириб чиқаради. Лекин ушбу схема инвестор учун оддий фоизлар схемасига қараганда нисбатан каттароқ даромад келтиради. Мураккаб фоизлар схемаси бўйича бундай даромад инвесторнинг катта рискига қўшимча ҳақ сифатида қаралади.

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

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

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

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

Мураккаб фоизлар схемасида эса:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Пул оқимларини дисконтлаш. Маълумки, пул оқимлари - бу инвесторларнинг пул шаклида қилган инвестицияларидан ҳар ҳил вақтда олган даромадлари. Дисконтлаш инвестицияларнинг келажакдаги баҳосини уларнинг жорий баҳосига келтирилишини ифодалаб, ҳар ҳил вақт ва турли шартларда қилинган инвестицияларнинг ҳар ҳил

турларини ўзаро солиштириш имко-нини беради. Шу муносабат билан қуйидаги ҳолни кўрамыз.

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

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

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

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

Аннуитетлар. Барча тўловлар бир-бирлари билан тенг бўлса, юқорида келтирилган формула (1) соддалашиб қуйидаги кўринишга келади:

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

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

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

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

Пул оқимларини дисконтлаш методини қўллашга оид мисоллар

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

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

Ечим. Ушбу мисолни ечиш учун формула (1) қўлланилади, бунда $n=8$ (икки йилда 8 марта чоракли купон тўловлари амалга оширилади);

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

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

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

$C_8=C+N=1100$ сўм.

Берилган мисол шартларидан фойдаланган ҳолда (1) формуладан қуйидагини оламиз:

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

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

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

Мисолни пул оқимларини дисконтлаш методи ёрдамида ечамиз. Бунинг учун (1) формулани қуйидагича қўллаймиз:

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

$$\beta=12 \cdot (30/360)=1\%;$$
- дисконтли векселга оралиқ тўловлар амалга оширилмайди, яъни $C_0=C_1=C_2=0$;
- уч ойдан сўнг вексел сўндирилади ва у бўйича вексел суммаси (1200000 сўм) тўланади, яъни $C_3=1\,200\,000$ сум.

Векселни жойлаштириш баҳоси P_C қандай қийматга эга бўлади?

Келтирилган параметрларни (1) формулага кўйиб, қуйидаги тенгламани оламиз:
 $P_C=1\,200\,000/(1,01)^3$. Уни ечгандан сўнг:

$$P_C=1\,200\,000 : 1,030301 = 1\,164,71 \text{ сўм.}$$

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Саволлар

1. Орттирма ва дисконтлаш тушунчаси нимани билдиради?
2. Пулнинг бошланғич ва келажак баҳоси нима?
3. Пул оқимларини ички даромад ставкаси ва дисконтлаш нимадан иборат?

Топшириқлар

1. Пул оқимларини дисконтлаш методикасини амалий мисолларда ўзлаштиринг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

4. Ҳосилавий қимматли қоғозларнинг кўрсаткичлари ва уларни баҳолаш

Акцияларнинг янги эмиссияларига обуна ҳуқуқи акциядорлик жамиятлари томонидан акциядорларнинг манфаатларини устав фондидаги улушларини ўзгартирмасдан сақлаб қолишликка риоя қилиш мақсадида чиқарилади. Одатда бир нечта эски (аввалги эмиссиядаги) K акциялар акциядорларга янги чиқарилган акцияларга

обуна бўлиш ҳуқуқини беради. Эски акцияларнинг бир донаси бозор нарҳини P деб оламиз. Бир янги акцияга обуна нарҳи Π бўлса, унда обунага ҳуқуқ баҳоси:

$$C = \frac{P - \Pi}{K}.$$

Обуна ҳуқуқи эски акциялар билан бирга муомалада бўлар экан, акцияларнинг бозор нарҳи ўзгаради:

$$P_{a+n} = P + C = P + \frac{P - \Pi}{K},$$

бунда P_{a+n} – акциянинг ҳуқуқ билан нарҳи.

Обунага ҳуқуқлар алоҳида муомалага кира бошласа, уларнинг бозор нарҳи акциялардан қатъий назар ўзгариши мумкин.

Варрант акцияларнинг маълум миқдорини маълум нарҳда сотиб олиш ҳуқуқини беради. Акцияларнинг бозор нарҳи P бўлсин деб олайлик, варрант бўйича белгиланган акция нарҳи Π ($\Pi < P$), бир варрантга V миқдорда акцияларни сотиб олиш мумкин, унда варрантнинг баҳоси:

$$C_0 = (P - \Pi)V.$$

Варрантни чиқаришда варрант бўйича белгиланган акция нарҳи (Π), бозор нарҳидан (P) юқори бўлиши мумкин, унда амал қилишнинг бошланғич вақтида варрант баҳоси назарий баҳосидан фарқ қилади. Бу ҳолда варрант C_0 нарҳда сотилади. Агар акциянинг бозор нарҳи вақт ўтиши билан кўтарилса ва варрант бўйича белгиланган нарҳдан ошиб борса, унда унинг баҳоси назарий баҳога яқинлашади.

Варрантнинг даромадлилиги бошқа қимматли қоғозларга ўхшаш аниқланади, яъни:

$$C'(1+i)^{\Delta t} = C'',$$

бунда C' ва C'' – сотиб олиш ва сотиш нарҳлари;

Δt – қимматли қоғозга эгалик қилиш вақти (муддати, даври).

Бундан даромадлилик:

$$i = \left(\frac{C''}{C'} \right)^{\frac{1}{\Delta t}} - 1.$$

Бизнинг ҳолда $C' = C_0$, $C'' = (P - \Pi) \times V$,

$$i = \left[\frac{(P - \Pi) \times V}{C_0} \right]^{\frac{1}{\Delta t}} - 1.$$

Опционлар – акцияларнинг маълум миқдорини маълум нарҳда ва белгиланган муддатда сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини берувчи контракт. Опцион бўйича узун позицияни эгаллаган шахс (яъни сотиб олувчи) бозор конъюнктурасининг яхши бўлмаган ҳолатида контрактни бажармаслик ҳуқуқига эга бўлади.

Опционларнинг икки турини кўрамиз: колл опцион (сотиб олишга ҳуқуқ) ва пут опцион (сотиб олишга ҳуқуқ). Ҳаридор колл опционни сотиб олишда акциялар курсини кўтарилишига умид қилади. Агар контракт муддатининг тугаши моментига акциялар нарҳи кўтарилса ($P > \Pi$), унда колл опцион харидорининг даромади:

$$D_C = (P - \Pi) - K - C,$$

бунда P – контрактнинг тугаши кундаги акциянинг бозор нарҳи;

Π – опцион контрактда белгиланган акция нарҳи (страйк-нарх);

K – опцион контракт бўйича акциялар сони;

C – опционни сотиб олиш нарҳи (опцион бўйича рағбат, яъни премия).

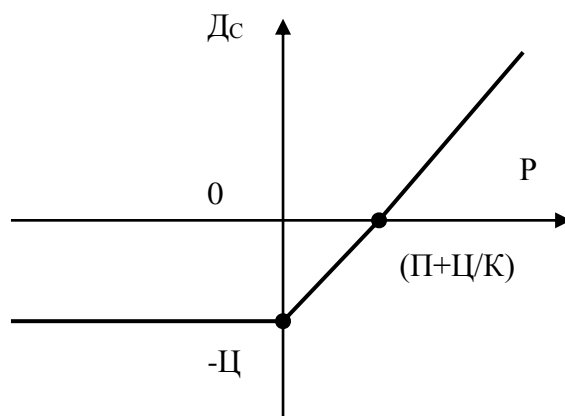
Агар контрактнинг тугаши моментига келиб бозор нарҳи пасайса ($P < \Pi$), унда опцион эгаси акцияларни сотиб олишдан воз кечади ва бунда у опцион нарҳига тенг суммани йўқотади:

$$D_c = -C.$$

Колл опцион харидорининг даромади функцияси 4.7.1-расмда келтирилган. Ундан кўриниб турибдики, колл опциони харидори учун у манфаатли, агар акциянинг бозор нарҳи куйидаги ифода миқдоридан кўп бўлса:

$$\left(\Pi + \frac{C}{K}\right),$$

акс ҳолда зарар келтириши мумкин.



Расм. 4.7.1. Колл опцион харидорининг даромад функцияси

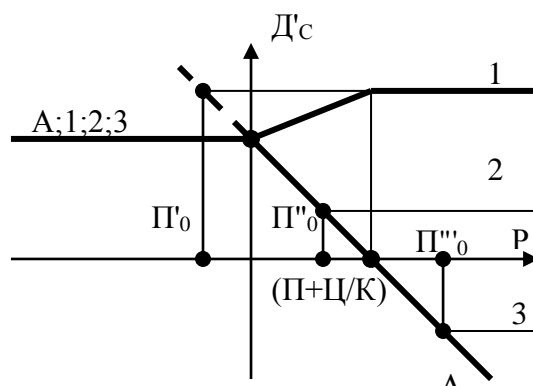
Кол опцион сотувчисининг даромади қандай эканлигини таҳлил қиламиз. Бунда куйидаги мавжуд:

$$D'_c = (\Pi - P)K + C.$$

Колл опцион сотувчисининг синиқ чизиқлари 4.7.2-расмда келтирилган. Агар $P < \Pi$ бўлса, унинг даромади ўзгармас ва опцион учун олинган рағбатга тенг. $P > \Pi$ бўлганда, даромад кескин пасаяди (синиқ чизиқ AA) агарда, колл опцион сотувчиси контрактга кирган акцияларга эга эмас бўлса, ва унга уларни бозор нарҳида сотиб олиш тўғри келса. Агар опцион контракти тузил-ган акциялар унинг томонидан олдиндан Π_0 нарҳдан сотиб олинган бўлса, унда Π_0 миқдорига боғлиқ равишда даромаднинг синиқ чизиғи ҳам ўзгаради. Агар $\Pi_0 < \Pi$ бўлса, унда даромад 11 синиқ чизиқ билан ифодаланади.

$\Pi < \Pi_0 < \Pi + C/K$ ҳолатига 22 синиқ чизиқ мос келади.

$\Pi_0 > \Pi + C/K$ ҳолатига 33 синиқ чизиқ тўғри келади.



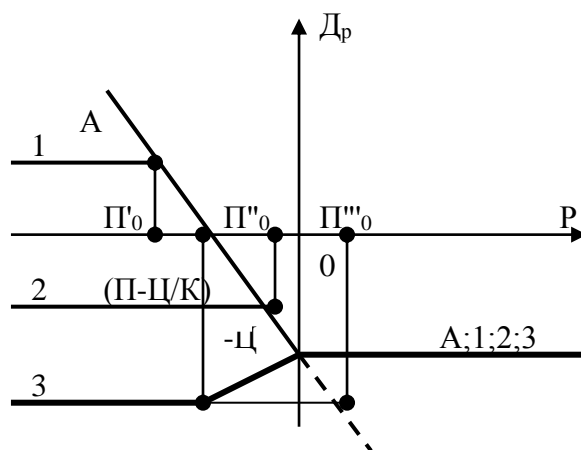
Таъкидлаш жоизки, графиклар ординатасининг ўнг тарафидаги текислик опцион харидори томонидан контракт шартлари бажарилишини қабул қилиши ҳолатига мос келади. Чап тарафидаги ярим текислик эса унинг акс ҳолатига мос келади.

Колл опционни сотувчиси учун қуйидаги ҳулоса қилиш мумкин: колл опционни сотиш фақат маънога эга қачонки, агар қимматли қоғоз мавжуд бўлса ва P_0 нарҳда (P , C ва K билан $P_0 < P + C/K$ нисбатда бўлса) сотиб олинган бўлса. Акс ҳолда контракт зарар келтиради.

Пут опцион сотиб олувчи акцияларнинг бозор нарҳини пасайишига умид қилади. Унинг даромади ўша белгиларда қуйидагича бўлади:

$$D_p - (P - P)K - C.$$

Пут опционни харидори даромадининг синик чизиклари 4.7.3-чи расмда кўрсатилган.



Расм. 4.7.3. Пут харидори даромади функцияси

Графикда чап ярим текислик пут опционни харидори томонидан контракт шартларини бажарилиши ҳолатига мос келади. Ўнг ярим текислик эса акс ҳолатга мос келади (контракт шартларини бажаришдан воз кечишига).

Синик чизик AA қуйидаги ҳолатга мос келади: пут опцион харидорида талаб қилинган фонд инструментлари бўлмаган ва у контракт шартларини бажариш учун керакли акцияларни бозордан пасайтирилган нарҳда сотиб олишга ва P нарҳда сотишга мажбур бўлганлиги эвазига юқори даромадга эга. Бундан қуйидаги ҳулоса чиқади: пут опционини сотиб олишда опцион контракти акцияларига олдиндан эга бўлмаслик фойдалироқ, колл опционни сотишда эса бу акцияларни олдиндан сотиб олиш фойдалироқ.

Энди пут опционни харидори олдиндан талаб қилинган фонд инструментини P_0 нарҳда сотиб олиш холини кўрамиз. Синик чизик 11

$$P_0 < (P - \frac{C}{K})$$

ҳолатига мос келади. Синик чизик 22

$$\frac{C}{K} < P - K < P_0 < P$$

ҳолатига мос келади. Синиқ чизиқ 33 - $P_0 > P$ ҳолатига мос келади.

Қуйидаги ҳулосага келиш мумкин: P_0 нарҳда сотиб олинган фонд инструменти мавжудлигида, ушбу фонд инструментига пут опционини сотиб олиш фақат агар P , C ва K қуйидаги шартни қониқтирса маънога эга, яъни:

$$\left(P - \frac{C}{K}\right) > P_0;$$

акс ҳолда пут опцион харидори зарар кўради.

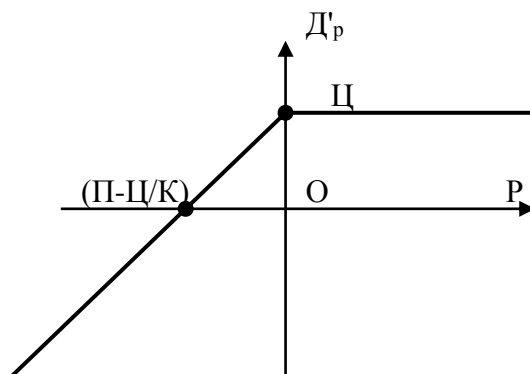
Пут опцион сотувчиси даромади:

$$D'_p = (P - P_0)K + C.$$

Пут опцион сотувчиси даромадининг синиқ чизиғи 4.7.4-чи расмда ифодаланган. Бу функцияга мос равишда, пут опцион сотувчиси даромадга эга бўлади, агарда фонд инструменти бозор нарҳи қуйида келтирилган ифода миқдоридан камаймаса, яъни:

$$\left(P - \frac{C}{K}\right).$$

Акс ҳолда у зарар кўради.



Расм. 4.7.4. Пут опцион сотувчиси даромади функцияси

Турли контрагентларнинг опцион контрактларидан даромад олиш шартларини ҳисобга олсак, контракт параметрларини танлаб олиш даромадни ҳар қандай ҳолатда таъминлайди.

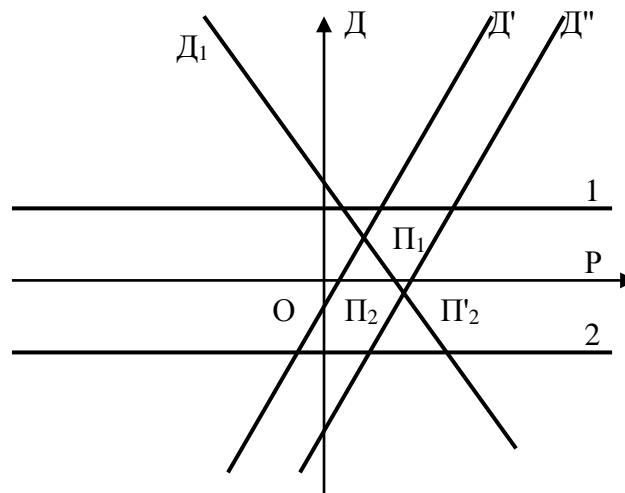
Фьючерсларнинг даромадлиги. Фьючерс контрактлари даромадли-лиги анча соддароқ график кўринишга эга — тўғри чизиқларга. Опцион харидоридан фарқли, фьючерс харидори фьючерс контракти шартларидан воз кечиши мумкин эмас.

Фьючерс контрактларидан даромад олиш учун бир фьючерс контракти сотилади ва бир вақтнинг ўзида ўхшаш контракт бошва нарҳда сотиб олинади. Бундаги нарҳлар тафовути эвазига даромад таъминланади.

Фьючерс контракти сотувчиси K дона акцияларни P_1 нарҳда етказишга фьючерсни сотди деб олайлик. Бунда вақтнинг маълум бир даврини охирига келиб, акция нарҳи бозор нарҳи (P) бўлиб қолди. Фьючерс сотувчиси даромади бунда қуйидаги тўғри чизиқ билан ифодаланади:

$$D_1 = (P_1 - P)K.$$

Тўғри чизик D_1 4.7.5-чи расмда ифодаланган.



Расм. 4.7.5. Фьючерслар операциясидаги даромадлар функцияси

Бир вақтнинг ўзида шу сотувчи эса P_2 нархда K дона акцияларни сотиб олишга ўхшаш фьючерс контрактини сотиб олади. Ўхшаш фьючерс контрактларини бир вақтнинг ўзида сотиш ва сотиб олиш бўйича амалга оширилган битишувлар офсет шартномалари дейилади. Иккинчи контракт бўйича даромад:

$$D'_2 = (P_1 - P_2)K.$$

$P_2 < P_1$ учун жами даромад P ўкига параллел бўлган тўғри чизик 1 билан ифодаланади. Бу ҳолда фьючерснинг сотувчиси ва харидори ҳар доим даромадга эга бўлади.

Агар $P_2 > P_1$ бўлса, унда сотиб олинган фьючерс контрактини бўйича даромад D_2'' тўғри чизик билан ифодаланади. Унда жами даромад $D_1'' + D_2''$ тўғри чизик 2 билан ифодаланади, яъни у ҳар доим манфий бўлади.

Саволлар

1. Варрант баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?
2. Опцион баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?
3. Фьючерс баҳоси ва даромадлиги қандай ҳисобланади?

Топшириқлар

1. Ҳосилавий қимматли қоғозлар кўрсаткичларини ҳисоблаш методикасини амалий масалаларда қўлланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

5. Фундаментал ва техник таҳлил асослари

Таҳлил усуллари ва ривожланиши масалалари

Инвестицион жараённинг асосий масалаларидан бири — бу қимматли қоғозлар таҳлили (*security analysis*) ҳисобланиб, ўз ичига қимматли қоғозларнинг алоҳида турларини (ёки гуруҳларини) ва уларнинг бозорларини ўрганади. Бундай таҳлилнинг инвестицион жараёндаги асосий мақсадлари-дан бири — бу вақтнинг танлаб олинган жорий моментда нотўғри баҳоланган қимматли қоғозларни аниқлаш.

Ҳозирда қимматли қоғозларни фундаментал (*fundamental analysis*)¹⁹, техник (*technical analysis*)²⁰ ва уларнинг доирасидаги бошқа турли таҳлил усуллари мавжуд²¹. Ҳар бир усул маълум шароитларда бошқасига нисбатан устун томонлари ва камчиликларга эга. Лекин, таҳлил амалиёти шуни кўрсатадики, бу усулларнинг ижобий тарафлари бўлишига қарамай, барча камчиликларини тўлиқ бартараф қилиш мушкулдир. Сабаб шундаки:

- жаҳон глобаллашуви шароитида молия бозорлари ҳаддан ташқари тез суръатлар билан ривожланмоқда, бунда глобаллашув жараёнларининг талаблари жадал равишда ортиб бормоқда (1-чи бобга қаралсин);

- миллий молия бозорлари турли омиллар (ички ва ташқи) таъсирига ўта сезгир бўлиб, кризисларга мойил тез ўзгариб бормоқда, бу шароитларда уларининг эгилувчан мослашиши, рақобатбордошлилик ва барқарорлик даражалари инерцион характерга эга (1-чи ва 3-чи бобларга қаралсин);

- молия бозорларида молия инжинирингининг катта ҳажмдаги инновацион маҳсулотлари пайдо бўлиб, турли олдиндан прогноз қилиниши қийин янги жараёнларни келтириб чиқармоқда ва х.к.²²;

- таҳлил амалиётининг асосий мезонлари объективлик, оперативлик (тезкорлик), тўлиқлик, чуқурлик ва адекват аниқлик бўлгани учун юқорида келтирилган усуллар бу мезонларни барчасини ҳар доим ҳам комплекс таъминлаб бера олмайди. Масалан, таҳлилчилар кўпинча техник ва фундаментал таҳлиллар натижалари нисбати кўринишидаги оддий математик формулани қўллайдилар, аммо бундай ёндашув примитив бўлиб, икки усул бўйича олинган натижаларнинг оддий тафовути миқдоринигина ифодалайди ва қайси бир усулнинг объектив натижа берганлиги тўғрисида маълумот бермайди. Қимматли қоғозни таҳлили чоғида уни реал (фундаментал усулга асосланган) ёки бозор (техник усулга асосланган) баҳоси ҳамда унинг реал ва бозор даромадлиги кўрсаткичлари баҳоланади, чунки улар фонд бозори қатнашчиларини кўпроқ қизиқтиради. Юқоридаги мисолдан келиб чиқиб, на техник ва на фундаментал, на аралаш усул ушбу кўрсаткичларнинг объектив баҳосини бера олмаслигини тушуниш қийин эмас. Чунки қимматли қоғознинг ўз базисига эквивалентлиги даражаси ҳар иккала усулда ҳар доим айтилган мезонлар талабига мос тўлиқ намоён бўлавермайди, демак, уларнинг ёрдамида ҳисобланган кўрсаткичлар баҳоси объектив бўлмайди. Ушбу қонуниятни кўриш учун қуйидаги назарий фикр-мулоҳазаларни келтириш мумкин. Маълумки²³, акциянинг реал баҳоси фундаментал усул ёрдамида эмитентнинг молиявий ҳисоботлари кўрсаткичлари асосида ҳисобланиб, акцияни жорий ички (баланс) баҳосини ифодалайди. Лекин акциянинг бозордаги талаб ва таклиф (бозор конъюнктураси) асосида шаклланивчи бозор нарҳи акциянинг реал баҳосидан қандайдир мавҳумлиги билан фарқ қилиши мумкин, чунки бозор нарҳи кўпинча кўзга ташланмайдиган спекулятив бозорда вужудга келувчи сирли тенденцияларни ҳам ўз ичига олади. Бундай тенденциялар одатда спекулятив бозорнинг олдиндан ҳар доим ҳам тўлиқ идрок қилиб бўлмайдиган жараёнларни рисклар ва турли омиллар (жумладан спекулятив савдо қатнашчиларининг субъектив тарзда хоҳиш ва имкониятларининг эҳтимолий ўзгариши, яъни рефлексивлик назариясига асосан) таъсири остида кечиши эвазига ҳосил бўлади. Демак, акциянинг ўз базисига эквивалентлилик даражаси асосида объектив (ҳақиқий) баҳосини аниқлаш муҳим аҳамиятга эга.

Фундаментал таҳлил усули асослари

¹⁹ Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.;

²⁰ Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб.пособие.-2-е изд.-М.: Вита-Пресс, 1999.-400 с.

²¹ Шохазамий Ш.Ш. Секьюриметрика. Дарслик.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.

²² Шохазамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга. -Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

²³ Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.

Фундаментал таҳлил мазмунан ҳар қандай молиявий активнинг “ҳақиқий” (ёки ички реал) баҳоси келажакда актив эгаси олиши мумкин бўлган барча нақд пул оқимларининг келтирилган баҳосига тенг деган фикрдан келиб чиқади. Шунга мос равишда таҳлилчи (аналитик)-“фундаменталчи” нақд пул оқимлари миқдорини ва уни тушум вақтини аниқлашга интилади, кейин эса унга мос дисконтлаш ставкасини қўллаб уларнинг келтирилган баҳосини ҳисоблайди. Аниқроқ айтилса, аналитик на фақат дисконтлаш ставкасини баҳолайди, балки келажакда акция бўйича тўланадиган дивидендлар миқдорини ҳам проноз қилиши лозим. Дивидендлар миқдорини прогноз қилиш фирманинг фойда кўрсаткичларини бир акцияга ва дивидендлар тўлаш коэффицентига нисбатан ҳисоблашга эквивалент бўлиб, бир вақтнинг ўзида дисконтлаш ставкасига ҳам баҳо беришни тақозо этади. Фирма акциясининг ички баҳоси аниқланганидан сўнг бу баҳо акцияларнинг жорий бозор курси билан солиштирилади. Бундан мақсад бозорда акция тўғри баҳоланганлигини аниқлашдан иборат. Агар акциянинг ички баҳоси жорий бозор курсидан паст бўлса, ундай акцияни оширилиб баҳоланган дейилади, аксинча бўлса – паст баҳоланган акция дейилади. Бунда акциянинг ички ва жорий бозор курси орасидаги тафовут тўғрисидаги информация таҳлилчи учун муҳим аҳамиятга эга. Аналитик-фундаменталчиларнинг фикрича: акцияни нотўғри баҳоланишининг ҳар қандай ҳолати кейинчалик бозор томонидан тўғриланади: паст баҳоланган акциялар курси тезроқ ошади, оширилиб баҳоланган акцияларнинг курси эса ўртача бозор курсига қараганда секинроқ ўсади.

Фундаментал таҳлил қуйидаги йўналишлар доирасида амалга оширилади:

1. Макроиктисодий таҳлил, бунда қуйидаги омилларни ҳисобга олинган ҳолда иктисодиёт ва молия бозорининг ҳолати баҳоланади:

- ЯИМ, бандлик, инфляция, фоиз ставкаси, валюта курслари ва ҳ.к.;

- Ҳукуматнинг монетар ва фискал сиёсатлари, уларни бозорга таъсири, бунда инвестицион муҳит ва бозорнинг самараси аниқланади (баҳоланади);

2. Индустириал таҳлил, бунда иктисодиётдаги фаоллик цикли (даври), унинг индикаторлари ҳамда тармоқларни фаоллик даражасига нисбатан ва ривожланиш даврлари бўйича таснифлаш амалга оширилади, умуман олганда тармоқларнинг параметрларни бозор конъюнктураси трендидан оғишлари таҳлил қилинади ва прогнози амалга оширилади, тармоқ ривожланишининг сифати таҳлил қилинади;

3. Конкрет фирма таҳлили, бунда фирманинг менежменти ҳолати ва ривожланиши истиқболлари, ташкилий ва бизнес фаолияти шароитлари, корпоратив бошқаруви (сиёсати) ҳолати, молиявий ҳолати кўрсаткичлари, бизнеси баҳоси, бозордаги ўрни ва ҳ.к. кўрсаткичлари таҳлилий баҳоланади;

4. Қимматли қоғозлар баҳосини ва уларнинг портфелини моделлаштириш. Қимматли қоғозлар баҳосини моделлаштиришда фонд бозорининг тузилмаси (1.1 - 1.3 параграфларга қаралсин) ҳисобланади. Қимматли қоғозларнинг кичик миқдори билан боғлиқ битишувлар ҳар куни амалга ошириладиган тор бозор уларнинг сезиларсиз миқдорига ўта сезгир бўлганлиги учун нархлар бундай бозорда бошқарилиши мумкин, яъни бир нечта битишувларни амалга ошириш ҳисобига курснинг кутилган даражадаги ошиши ёки пасайишига эришиш мумкин. Кенг бозорда эса йирик битишувлар ҳам ундаги нархларга унчалик таъсир кўрсатмайди, чунки бундай битишувлар ҳар куни амалга оширилади.

Фундаментал таҳлилнинг барча кўрсатилган йўналишлари доирасида амалга ошириладиган кўп сонли ва мураккаб таҳлил мажмуаси юқорида айтилган мазмунни ифодалайди ва амалга оширилишини таъминлайди.

Айтиш жоизки, фундаментал таҳлил усулидан 1974 йилга келиб Бенжамин Грэхем ва Джеймс Ри воз кечиб, янгича ёндашувни ишлаб чиққанлар²⁴. Уларнинг фикрича, фонд

²⁴ Paul Blustein, “Ben Graham’s Last Will and Testament”, Forbes (August 1, 1997), pp.43-45; and James B.Rea, “Remembering Benjamin Graham-Teacher and Friend”, Journal of Potfolio Menegement, 3, no.4 (Summer 1997), pp/62-72; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ.-М.: Инфра М, 1999.-с.579-580.

бозори эффектив (самарали) бўлганлиги сабабли, ноэффектив қисмлари камайиб бормокда, бу эса ўз навбатида аниқланиши мумкин бўлган баъзи ноэффектив компаниялар акциялари билан боғлиқ. Шу мақсадда улар бундай компанияларни аниқлаш учун маълум критерийлар (мезонлар) тўпламини таклиф қилдилар.

Техник таҳлил усули асослари

Техник таҳлил мазмунан ҳар қандай молиявий активнинг бозор (ёки ташқи) нарҳини молия бозори объектив баҳолайди деган фикрдан келиб чиқади. Бу усул умуман олганда акциялар бозори курслари конъюнктурасини конкрет фирма акциялари курслари динамикасига прогноз бериш учун ўрганади. Бунда аввал курслар динамикасида цикллар (даврлар) ёки қайтариладиган тенденцияларни аниқлаш мақсадида олдинги даврлар учун бозор курслари тадқиқ қилинади. Кейин эса аввалги даврларда аниқланган тенденцияларга ўхшаш жорий тенденцияларни аниқлаш мақсадида вақтнинг охириги даври учун акциялар курслари таҳлил қилинади. Таҳлилни охирида ҳозирги мавжуд ва аввалги аниқланган акциялар курслари тенденциялари ўзаро солиштирилади. Бунда нарх трендлари даврий қайтарилади деб қабул (фараз) қилинади. Шундай қилиб, аналитик кўрилаётган акциялар бўйича аввалги ва жорий бозор тенденцияларини аниқлаган ҳолда, курсларнинг келажакдаги динамикасини етарлича аниқ прогноз қилишга ишонган ҳолда таҳлил қилади.

Техник таҳлил ёрдамида²⁵ фонд бозоридаги нархлар динамикасини иқтисодий ҳодисаларнинг мазмунига кирмасдан тадқиқини амалга оширса бўлади. Уни яна график таҳлил (графиклар, гистограммалар, нуктали диаграммалар, нархлар ҳаракати, индекслар усули) ҳам дейилади. Бунда фонд индекслари бозор ҳолатини яхшироқ ифодалайди (4.8 параграфга қаралсин).

Техник таҳлилни амалга оширишга қуйидаги муҳим таҳминларга асосланилади:

- ташқи омилларнинг ҳар қандай ўзгаришлари қимматли қоғозларни бозор нархлари (курслари) динамикасида ўз аксини топади;
- фонд бозоридаги нархлар динамикаси олдиндан идрок қилинадиган маълум қонуниятларга бўйсунди, бундай қонуниятлар барқарор бўлиши мумкин;
- қимматли қоғозлар курсларининг аввалги ва жорий бозор тенденцияларини ўрганиш асосида уларнинг келажакдаги ўзгариш динамикасини прогноз қилиш мумкин.

График таҳлил қуйидаги уч асосий масалани ечишда қўлланилади – фонд бозоридаги нархлар даражасини прогноз қилиш; қимматли қоғозларни сотиш ва сотиб олиш вақтининг оптимал моментини топиш; фундаментал таҳлил натижаларининг тўлиқлиги ва тўғрилигини текшириш.

Таҳлил усуларини такомиллаштирилиши тўғрисида

Ҳозирда ҳар иккала усул бир-бирида фарқлансада, ўзларида бир-бирларининг у ёки бу компонентларини қўллайдилар. Бундан ташқари улар бошқа таҳлил назариялари унсурларини ҳам ўз ичига олишган, масалан, “эффектив бозор” моделларини, “эхтимолий асосда беҳосдан қилинган танлов” концепциясини. Бунга қарамасдан ҳар икала усул ҳам ҳозирда фонд бозорларини таҳлил қилишда бош мавкега эга бўлиб келмокда. Лекин, бу усуллар янги ёндашувларни пайдо бўлиши эвазига такомиллашиб бормокда. Масалан, И.Фишернинг фоиз ставкалар назариясини, Уильямснинг капитал активларни баҳолаш назариясини, Найтнинг аниқ бўлмаган омиллар ва рискларни сифат таҳлили методини, Марковицнинг (кейинчалик Шарп, Тобин, Линтнер, Моссин, Блэк, Шоулзларнинг) оптимал портфелни танлаш назариясини, САРМ моделларини, Эллиотнинг тўлқинлар назариясини, Сороснинг рефлексив назариясини, Россинг АРТ моделларини, Молильяни ва Миллернинг назарияларини, ва ҳ.к. назарияларни келтириш мумкин.

Таъкидлаш жоизки, техник таҳлил усули барча мутахассислар томонидан осон қўлланилиши мумкин, фундаментал таҳлил усулини эса ҳар қандай мутахассис томонидан осон қўллаши қийинроқ кечади. Чунки фундаментал таҳлил анча қийин иш бўлиб, етарли

²⁵ Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб.пособие. -2-е изд.-М.: Вита-Пресс, 1999.-400 с.

маълумотлар базасини шакллантиришни ва мос равишда молиялаштирилишни талаб қилади.

Саволлар

1. Таҳлил усуллари қандай ривожланиб борган?
2. Фундаментал таҳлил усули мазмунан нимадан иборат?
3. Техник таҳлил усули мазмунан нимадан иборат?

Топишириқлар

1. Фундаментал таҳлил методикасини амалий масалаларда қўлланг.
2. Техник таҳлил методикасини ўзлаштиринг
3. Терминлар луғатини тузинг.

6. Қимматли қоғозларни секьюриметрик таҳлили

Ушбу бобнинг 4.7-чи параграфиде, қимматли қоғозларни фундаментал²⁶, техник²⁷ ва уларнинг доирасидаги бошқа турли таҳлил усуллари мавжуд²⁸.

Ҳозирда таҳлил амалиётининг номлари айтиб ўтилган усуллари узлуксиз такомиллашув жараёнида ёки уларнинг асосида янгилари пайдо бўлиб келмоқда. Масалан, бу жараённинг объектив маҳсули сифатида қимматли қоғозларни секьюриметрик (финансометрик) таҳлили усулини келтириш мумкин.

Қимматли қоғоз кўрсаткичларни объектив баҳолаш учун уларни базиси кўрсаткичларига эквивалентлиги даражасини (C) қуйидаги икки аргумент функцияси деб қабул қилиш мумкин:

$$C = f(C_1, C_2), \quad (1)$$

бунда C_1 – қимматли қоғоз ва унинг базиси даромадлилик кўрсаткичлари (реал ва бозор) эквивалентлиги даражаси;

C_2 – қимматли қоғоз ва унинг базиси баҳолари (бозор ва реал нархи, курси) эквивалентлиги даражаси.

Бу функцияни (1) миқдорий баҳолаш учун математикада маълум бўлган комплекс ўзгарувчилар назариясини қўллаш мумкин. Унга асосан комплекс сон (ўзгарувчи) икки қисмдан иборат, яъни реал ва мавҳум сондан таркиб топган бўлади. Шунга мос равишда қимматли қоғознинг эквивалентлилик даражасини (яъни 1-чи формулани) математик шаклда комплекс ўзгарувчи (сон) кўринишида ифодалаш мумкин. Демак, бу ифодани қимматли қоғознинг объектив сифат кўрсаткичи деб қабул қилиш мумкин бўлади. Бунда комплекс соннинг реал ва мавҳум қисмлари мос равишда қимматли қоғознинг реал ва бозор кўрсаткичларини ифодалайди. Яъни:

$$C_{\delta} = r_{\delta} + jm_{\delta}, \quad (2)$$

$$Z_{\delta} = r_{\delta} + jm_{\delta}, \quad (3)$$

бунда: C_{δ} , Z_{δ} – қимматли қоғознинг объектив баҳоси (нархи, курси) ва даромадлиги; r_{δ} , r_{δ} – реал нарх ва даромадлилик; jm_{δ} , jm_{δ} – бозор нарх ва даромадлилик; формулалардаги + белгиси қўшиш амалини англатмайди.

Формула (2) ва (3) ёрдамида r ва m ўзгарувчиларнинг маълум қийматларида C_{δ} ва (ёки) Z_{δ} кўрсаткичларни ҳисоблаш асосида қимматли қоғознинг ўз базисига (ёки базисни қимматли қоғозга) нисбатан курси ва (ёки) даромадлигини кам ёки ортиқча баҳоланганлиги даражасини аниқлаш мумкин.

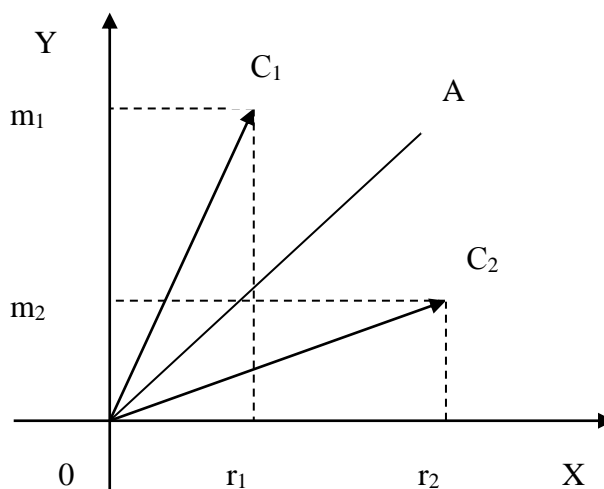
Шундай қилиб, юқоридаги формулар ёрдамида r ва m қийматлари асосида C параметрнинг ўзгариш динамикасини график кўринишда таҳлил қилиш мумкин. Буни геометрик интерпретацияда қуйидагича ифодалаш мумкин.

²⁶ Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.-М.: Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.;

²⁷ Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб.пособие.-2-е изд.-М.: Вита-Пресс, 1999.-400 с.

²⁸ Шохаъзамий Ш.Ш. Секьюриметрика. Дарслик.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.

Бунинг учун 4.7.1-чи расмда кўрсатилганидек текисликдаги тўғри бурчакли координата системасида юқоридаги функцияларни ифодалаймиз.



Расм.4.7.1. Натижавий C векторининг геометрик талқини модели

Қуйидагилар шартларни қабул қиламиз: C параметрни вектор деб олиб, унинг текисликдаги йўналиши (r, m) қийматларининг кесишув нуқтасига бориб тақалади (яъни O, C_1); Y – мавҳум сонлар ўқи (қимматли қоғознинг бозор нарҳи ёки даромадлиги кўрсаткичлари ўқи), X – реал сонлар ўқи (қимматли қоғознинг реал нарҳи ёки даромадлиги кўрсаткичлари ўқи).

Фараз қилайлик, 4.7.1-расмдаги текисликда r_1, m_1 ва r_2, m_2 координатали икки натижавий C_1 ва C_2 векторлар мавжуд бўлиб, улар OA чизиғининг (бурчаги 45 градус бўлган) икки тарафида жойлашган. Бу чизиқни базисли қимматли қоғознинг (қоғозларнинг) векторларда ифодаланган текисликдаги эквивалентлилик потенциаллини (потенциалларни) ажратувчи шартли чегара деб қабул қилиш мумкин. Яъни текисликда бу чизиқнинг устига тўғри келган (устма-уст тушган) вектор қимматли қоғознинг ўз базисига мос эканлигидан (вектор бўйича базис ва унинг қимматли қоғози потенциаллари айнан эквивалентлигидан) далолат беради. Агар вектор ушбу текисликда тўғри чизикдан пастда жойлашган бўлса, базиснинг реал баҳоси (даромадлиги) потенциали бозор баҳоси потенциалидан юқори ҳисобланади, акс ҳолда эса қимматли қоғознинг бозор баҳоси (даромадлиги) потенциали базиснинг реал баҳоси потенциалидан юқорилигини англатади. Векторнинг чизиққа нисбатан бурчак ўзгаришларига қараб эквивалентлилик потенциали кўрсаткичини (шу билан бирга рисклилик даражасини ҳам) миқдорий ўлчаш мумкинлиги яққол кўриниб турибди.

Базиснинг эквивалентлилик потенциали эмитентнинг ҳатти-ҳаракатига, қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали эса инвесторнинг бозордаги ҳатти-ҳаракати, имконияти ва ҳоҳишига боғлиқ. Кўпинча эмитент ва инвесторнинг вақтинчалик ҳоҳиш-имкониятлари туфайли ҳатти-ҳаракатлари бир-бирига мос келмаслиги сабабли қимматли қоғознинг бозор курси, натижада эквивалентлилик потенциали ҳам, шартли чегаравий чизиқ атрофида тебраниб туришини кузатиш мумкин (1.6 параграфга қаралсин). Маълумки, бундай тебранишларнинг энг юқори амплитудасини бозор срэд асосида ёки мувозанатловчи механизм ёрдамида (1.7 параграфга қаралсин) чегаралаб туради.

Геометрик моделдан (4.7.1-чи расм) қуйидаги ҳолатларни кўриш мумкин.

1. Векторни $(Y, -X)$ текислигида (2-чи октантда) жойлашган ҳолати қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали бозор томонидан ҳаддан ташқари юқори баҳоланганлигини билдиради, бунда “пуфак қилиб иширилган” қимматли қоғозлар баҳоси, натижада эмитентнинг банкротлик ҳолати вужудга келади.

2. Векторни $(-Y, -X)$ текислигида (3-чи октантда) жойлашган ҳолати қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали умуман йўқлигидан далолат беради, бунда банкрот бўлган эмитент барча активларини сотганидан сўнг асосий кредиторлари манфаатларини қондиргандан кейин қимматли қоғозлари бўйича инвесторлари олдидаги мажбуриятини умуман бажара олмайди, натижада банкротлик билан боғлиқ дефолт вужудга келади.

3. Векторни $(-Y, X)$ текислигида (4-чи октантда) жойлашган ҳолати қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали бозор томонидан ҳаддан ташқари паст баҳоланганлигини билдиради, бунда “назардан йироқ”, “яширин потенциалли”, лекин потенциали келажакда эмитентнинг ижобий ҳатти-ҳараклари эвазига намоён бўлиши мумкинлигидан далолат беради. Бунда санация жараёнини ижобий ўтиши ҳолати ҳам ушбу текисликда жойлашади.

4. Векторни (Y, X) текислигида (1-чи октантда) жойлашган ҳолати қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали бозор томонидан объектив баҳоланганлигини билдиради, бунда қимматли қоғозларнинг эквивалентлилик потенциали юқори ҳолати вужудга келиб, ишончли, спекулятив, тебранувчан, ликвид баҳоси ҳукмрон бўлади.

Айтиш жоизки, шартли чегаравий чизиққа нисбатан бурчакнинг у ёки бу тарфга ўзгариши миқдорига қараб қимматли қоғознинг рисклилик даражаси 2-3 октанлар ичида энг юқори ҳисобланади, 4-чи октантда эса бу даража 2-3 октанлардагидек кўп бўлмайди, лекин 1-чи октантдагидан юқори.

Бир эмитентнинг қимматли қоғози эквивалентлилик потенциали даражасини динамикада тенденциясини таҳлил қилиш учун текисликдаги (асосан 1-чи октантда) векторлар устида комплекс сонлар назариясига биноан маълум арифметик амаллар бажариш ва ҳосил бўладиган натижавий векторга қараб қимматли қоғоз ва унинг базисига уларнинг эквивалентлилик потенциали нуктаи назардан баҳо бериш тақазо этилади.

Идеал ҳолатда натижавий векторнинг эквивалентлилик потенциали даражаси (Y, X) текислигида мукамал ҳисобланади қачонки қимматли қоғознинг r ва m қийматлари ўзаро мутаносибликда ошиб борса, яъни $r \leq m$ шартли шартли чегаравий чизиққа яқин спрэд оралиғида бажарилса. Спрэддан ташқарида қимматли қоғозлар асосан биржадан ташқари бозорида муомалада бўлиши мумкин, унинг ичидаги қоғозлар эса одатда “мовий фишкалар” қаторидан ўрин олади деб айтиш мумкин.

Секьюриметриқ таҳлилнинг график усули (моделли) куйида келтирилган масалаларни ечишга ёрдам беради: қимматли қоғозлар бозорида баҳолар (курслар) даражасини таҳлил қилиб прогнозини амалга оширишга; қимматли қоғозни сотиш ёки сотиб олишнинг оптимал вақтини аниқлашга; фундаментал таҳлил натижаларининг тўғрилиги ва тўлиқлигини текширишга ва аксинча техник таҳлил натижаларининг тўлиқлиги ва тўғрилигини текширишга; қимматли қоғоз ва унинг базисини эквивалентлилик потенциали даражасини баҳолашга; умуман олганда қимматли қоғозлар бозори ва реал иқтисодиётнинг ўзаро эквивалентлилик даражасини баҳолашга; қимматли қоғозлар портфелларини эквивалентлилик потенциали нуктаи назаридан асосий кўрсаткичларини (даромадлигини, баҳосини, рисклилик, ишончлилик ва ликвидлилик даражасиларини) баҳолаб асосли тарзда шакллантириш ва бошқаришга (бунда оптималлаштириш масалалари Г.Марковиц²⁹, У.Шарпа³⁰ и бошқалар моделлари асосида ечилади).

Секьюриметриқ таҳлил ёрдамида бозордаги қимматли қоғозларнинг эквивалентлилик потенциали даражалари асосида фонд бозорининг потенциалини баҳолаш мумкин. Бунда эквивалентлилик потенциалини натижавий векторнинг миқдорига (натижавий йўналтирилган куч сифатида) кўпайтмаси қимматли қоғознинг қуввати кучини, бу қувватларнинг йиғиндиси эса қимматли қоғозлар бозори муҳитининг қуввати кучини билдиради (1.1 параграфга қаралсин).

²⁹ Markowitz H.M. Mean Variance Analysis in Portfolio Choise and Capital Markets, Basil, Blackwell, 1990.

³⁰ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-XII, 1028 с.

Саволлар

1. Секьюриметрик таҳлил усули нимадан иборат?
2. Секьюриметрик таҳлил бошқа таҳлил усуллардан нималар билан фарқланади?
3. Эквивалентлилик потенциали нима?
4. Секьюриметрик таҳлилнинг геометрик талқини модели нимага ёрдам беради?
5. Конкрет танлаб олинган қимматли қоғознинг C параметри қандай баҳоланади?

Топшириқлар

1. Секьюриметрик таҳлил усулини тавсифланг.
2. Секьюриметрик таҳлилнинг геометрик модели ёрдамида конкрет эмитентлар акцияларини баҳоланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

МАВЗУ- 5. МОЛИЯ БОЗОРИ ЭМИТЕНТЛАРИ ВА ИНВЕСТИТОРЛАРИ, УЛАРНИНГ СИЁСАТИ ВА РОЛИ

Режа:

1. Эмитентлар, уларнинг сиёсати ва молия бозоридаги роли.
2. Инвесторлар, уларнинг сиёсати ва молия бозоридаги роли.
3. Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлиги.

Эмитентлар – бу қонунчиликда белгиланган тартибда молиявий инструментларни инвестициялар (молиявий ресурслар) жалб қилиш мақсадида молия бозорига чиқарувчи ташкилотлар. **Кенг маънода эмитент бўлиши мумкин ташкилотларга қуйидагилар кирази: давлатнинг бошқарув ва ҳокимият органлари, халқаро молиявий ташкилотлар, юридик шахслар.** Бу ташкилотларнинг барча молиявий инструментларни чиқаришга ваколатли ёки махсус ҳуқуқ ва мажбуриятларга эга бўлиши лозим.

Молиявий ресурсларни молия бозори имкониятларидан фойдаланган ҳолда жалб қилиш эмитентларнинг энг асосий мақсадий вазифаси ҳисобланади. Унинг бошқа вазифаси – ўз фаолияти жараёнида молиявий оқимларни оптималлаштириш ва самарали бошқариш асосида жалб қилинган инвестициялар даромадлилиги ва қийматини ошириб боришдир. Бунда молия бозори эмитентнинг вазифаларини ва эмиссион сиёсатини самарали амалга оширишида, керакли имиджга (обрў-эътиборга) эга бўлишида катта рол ўйнайди ва муҳим функция бажаради.

Эмитентларни қуйидаги белгиларга асосан таснифлаш мумкин:

1. Ташкилий-ҳуқуқий шакли бўйича: давлат органи, турли мулкчилик асосидаги юридик шахс.

2. Фаолият йўналиши бўйича: давлат, халқаро ва нодавлат молиявий институтлар ва номолиявий ташкилотлар.

3. Молиявий инструментлари бўйича: давлат, муниципал, халқаро ва нодавлат (корпоратив) инструментлар чиқарувчи ташкилотлар.

4. Эмиссион сиёсати бўйича: давлатнинг иқтисодий сиёсатини (монета-тар, бюджет-солик) юритувчи ваколатли ташкилотлар, халқаро иқтисодий сиёсатни юритувчи ташкилотлар, инвестицион сиёсат (стратегик, портфел, ҳорижий инвесторларга қаратилган) юритувчи ташкилотлар.

5. Миллийлиги бўйича: резидентлар ва норезидентлар.

6. Эмиссион потенциали бўйича: катта, ўрта ва кичик ҳажмда молиявий инструментларни чиқарувчи ташкилотлар.

7. Имиджи ва риси бўйича: юқори, ўрта ва кам нуфузли ва рискли ташкилотлар.

8. Молиявий инструментларининг жалбдорлиги бўйича: юқори, ўртача ва кам жалбдор эмитентлар. Масалан, фонд бозорида эмитентлар ўзларининг қимматли қоғозлари жалбдорлиги бўйича қуйидагича таснифланиши ва тавсифланиши мумкин:

“Зангори фишқалар” сарасига кирувчи қимматли қоғозлар – бозорда барқарор ва юқори кредитлик имкониятига эга йирик компаниялар чиқаради.

“Иккинчи эшелон акциялари” сарасига кирувчи акциялар – ёш лекин етарлича йирик компаниялар чиқаради.

“Марказий” сарасига кирувчи қимматли қоғозлар – тармоқда етакчи ўринга эга ва тармоқдаги бошқа компаниялар акциялари баҳосига таъсир кўрсатувчи эмитентлар чиқаради.

“Ҳимояланувчи акциялар” сарасига кирувчи қимматли қоғозлар – юқори дивидендлар тўловчи ва салбий котировка миқдориغا йўл қўймайдиган йирик компаниялар.

“Дастур асоси” (“Твоздь программы”) сарасига кирувчи қимматли қоғозлар – қимматли қоғозларнинг юқори ликвидлик даражасини таъминловчи эмитентлар.

“Рағбатли акциялар” сарасига кирувчи акциялар – курс нархи (котировкаси) бўйича юқори ўринни эгаллаган компаниялар.

“Ёқимдор акциялар” сарасига кирувчи акциялар – даромадлиги бўйича “рағбатли акциялар” тоифасига яқин ва курс тафовутини тез ошиб боришини таъминловчи ёш компаниялар.

“Даврий акциялар” – акцияларнинг даромадлигини ўзининг фаоллиги билан боғлиқ тарзда синхрон ўзгариши асосида таъминловчи компаниялар.

“Уҳлаб ётган акциялар” – бозорни ҳали эгалламаган, лекин ўсишнинг катта потенциалига эга акцияларни чиқарувчи компаниялар.

“Иширилган акциялар” – акциялари ҳаддан ташқари юқори баҳоланган компаниялар.

“Спекулятив акциялар” – бозорда яқинда пайдо бўлган акцияларни чиқарувчи компаниялар (уларни имиджи ва тарихи йўқ).

“Фаол бўлмаган акциялар” – инвесторлар нуқтаи назаридан ноликвид ва қизиқарли бўлмаган акциялар эмитентлари.

Юридик шахс бўлан эмитентлар қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тузилади, фаолият юритади, реорганизация қилинади ва тугатилади.

Маълум бир мамлакатга нисбатан резидент ва норезидентлар ҳисобланган эмитентлар ўша мамлакатда ўрнатилган қонунлар доирасида эмиссион фаолият юритадилар. Бу фаолият доирасида бундай эмитент молиявий ресурсларни (инвестицияларни) жалб қилиш сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат эмитентнинг аҳволига ва турига қараб агрессив ва консерватив, стратегик ва портфел бўлиши мумкин.

Давлат бошқаруви ва ҳокимияти органлари мамлакат қонунлари билан ўрнатилган ваколатлар, мақсад, вазифа ва функциялар доирасида эмиссион фаолият юритадилар. Бу фаолият доирасида бундай эмитент молиявий ресурсларни (инвестицияларни) жалб қилиш сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат эмитентнинг аҳволига, турига ва ваколатига қараб макромолиявий, территориал ва тармоқий бўлиши мумкин.

Эмитентларга қўйиладиган асосий талаблар: транспарентлилик (информацион шаффофлик), ишончлилик, барқарорлик, рақобатбардошлилик, молиявий ҳавфсизлик асосида ўз молиявий инструментларининг ликвидлик, даромадлилик, рисксизлик ва базисига нисбатан эквивалентлилик даражасини таъминлашдан иборат.

Эмитентнинг транспарентлилик даражаси (яъни адекват информацион транспарентлилик) унинг барча операциялари ва уларга оид информациялар сонининг бир-бирига тенглиги, ўзаро адекватлиги (тўғрилиги, аниқлиги, ўз вақтидалиги, ишончлиги) билан белгиланади.

Бу индикаторни (яъни адекват информацион транспарентликни – $A(T)$) баҳолаш учун қуйидаги мезонни (критерийни) қўллаш мумкин:

$$\min A(T) = A^T \text{ (қонун билан ва молия бозори томонидан ўрнатилган тартибга талаб қилинадиган информациялар сони ва сифати миқдори кўпайтмаси)} - A^P \text{ (эмитент томонидан реал таъминлаб берилган информациянинг сони ва сифати миқдори кўпайтмаси).}$$

Бунда информациянинг сифат миқдори эмитентнинг молия бозоридаги имиджини ташкил этувчи ва ҳолати сифатини белгиловчи иқтисодий (молия-вий), корпоратив бошқаруви, молиявий инструментлари ва бошқа кўрсаткич-лари асосида баҳоланиши

мумкин бўлган рейтинги ва/ёки рейтинг иёрдамида ифодаланади. Информациялар сони эса эмитент томонидан берилиши лозим бўлган ҳисоботлар ва маълумотлар миқдоридан келиб чиқади.

Дунёнинг барча мамлакатлари молия бозорларида энг асосий, салмоқли ва сифатли эмитент сифатида ваколатли давлат органлари (Молия вазирлиги, Марказий банк) ҳисобланади. Кейинги ўринда эса маҳаллий ҳокимиятлар (мэриялар, муниципалитетлар, ҳокимиятлар) туради.

Давлат органларининг профессионал эмитент сифатидаги фаолиятлари давлат молиявий инструментларини (миллий валютаси ва қимматли қоғозларини) давлатнинг иқтисодий сиёсатини юритиш мақсадида чиқариш орқали амалга оширилади. Худди шу мақсадда давлат органлари профессионал инвестицион фаолиятни ва профессионал молия институти операцияларини ҳам амалга оширади. Бу фаолиятлар билан бирга ваколатли давлат органлари молия бозорини тартиблаштиришни (мувофиқлаштириш ва назорат қилишни) амалга оширади.

Эмитентлар молия бозорида молиявий инструментларини чиқарувчи ва уларни реал базисига бўлган эквивалентлилик даражасини таъминловчи институтлар родини бажаради. Бошқача қилиб айтганда, эмитентлар ўзларининг молиявий инструментлари сифат кўрсаткичларини акс эттирувчи бизнес капитали родини бажаради.

Қимматли қоғозлар эмиссиясидаги мажбуриятлар бўйича жавобгарлик эмитентларнинг зиммасидадир.

Эмитентлар қонунчиликка мувофиқ инвесторлар олдида уларга етказилган зарар учун қуйидаги ҳолатлар бўйича мулкый жавобгар:

- инвесторлар талабига асосан қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонунчиликда белгиланган маълумотларни тақдим қилмаслик ёки нотўғри маълумотлар тақдим қилиш;

- қимматли қоғозлар эмиссиясининг белгиланган тартибини бузиш;

- қимматли қоғозларнинг инсофсиз рекламасини амалга оширганлик, қимматли қоғозларнинг қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда рўйхатдан ўтказилмаган чиқарилишининг рекламаси, шунингдек муомалада бўлиши қонун билан тақиқланган қимматли қоғозларнинг рекламаси учун;

- инвесторлар билан уларнинг қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳуқуқларини чеклайдиган, эмитентларнинг жавобгарлигини чеклайдиган шартномаларни тузиш;

- аниқланган ҳийла-найранг ишлатиш фактлари ва қимматли қоғозлар бозоридаги бошқа қоидабузарликлар, шунингдек қимматли қоғозлар, қимматли қоғозларнинг эмитентлари, қимматли қоғозларга доир нархлар тўғрисида, шу жумладан рекламада қасдан бузиб кўрсатилган ахборотни тақдим этиш йўли билан инвесторларни қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотишга даъват қилганлик учун;

- инвесторлар билан тузилган шартномалар шартларини бажармаган-лик ёки лозим даражада бажармаганлик, шунингдек инвестор билан тузилган шартномада қайд этилганидан фарқ қиладиган шартларда битим тузганлик учун.

Саволлар

1. Эмитентлар қимлар ва улар қайси белгилар бўйича таснифланади?
2. Эмитентларнинг қандай сиёсатларини биласиз?
3. Эмитентларга қандай талаблар қўйилади?
4. Эмитентларнинг транспарентлик даражаси нима?
5. Эмитентларнинг инвесторлар олдида жавобгарлиги нималардан иборат?

Топшириқлар

1. Эмитентларнинг молия бозоридаги родини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

2. Инвесторлар, уларнинг сиёсати ва молия бозоридаги роли

Инвесторлар – бу қонунчиликда белгиланган тартибда молиявий ресурсларни инвестициялар тарзида эмитентларнинг молиявий инструмент-ларига йўналтириш мақсадида молия бозорига чиқарувчи шахс ва органларлар. Кенг маънода инвестор бўлиши мумкин шахс ва ташкилотларга қуйидагилар киради: давлатнинг бошқарув ва ҳокимият органлари, халқаро молиявий ташкилотлар, юридик ва жисмоний шахслар.

Инвестицион ресурсларни молия бозори имкониятларидан фойдаланган ҳолда йўналтириш инвесторларнинг энг асосий мақсадий вазифаси ҳисобланади. Унинг бошқа вазифаси – ўзининг инвестицион фаолияти жараёнида инвестицияларини даромадлилиги ошириб бориш ва рисклилик даражасини пасайтиришдир. Бунда молия бозори инвесторнинг вазифаларини ва инвестицион сиёсатини самарали амалга оширишида, етарли даражада ривожланган бўлишида катта рол ўйнайди ва муҳим функция бажаради.

Инвесторларни қуйидаги белгиларга асосан таснифлаш мумкин:

1. Ташкилий-ҳуқуқий шакли бўйича: давлат ташкилоти (давлат бошқаруви ва ҳокимияти органи), турли мулкчилик асосидаги юридик шахслар, жисмоний шахслар (фуқаролар ва вақтинчалик фуқаролик ҳуқуқига эга эмаслар).

2. Фаолият йўналиши бўйича: индивидуал ва институционал бўлган давлат, халқаро ва нодавлат молиявий институтлар ва номолиявий ташкилотлар, жисмоний шахслар.

3. Инвестицион воситалари бўйича: пул, валюта, кредит, мулк, товар-ҳом ашё, қимматли қоғозлар ва ҳ.к. ресурсларига эга бўлган инвесторлар.

4. Инвестицион сиёсати бўйича: давлатнинг иқтисодий сиёсатини (монетар, бюджет-солик) юритувчи ваколатли ташкилотлар, халқаро иқтисодий сиёсатни юритувчи ташкилотлар, инвестицион сиёсат юритувчи шахслар.

5. Миллийлиги бўйича: резидентлар (ички) ва норезидентлар (ташки).

6. Инвестицион потенциали бўйича: катта (институционал, стратегик), ўрта ва кичик (миноритар) ҳажмда инвестицияларни йўналтирувчилар.

7. Риски бўйича: юқори, ўрта ва кам рискли инвесторлар.

8. Стратегияси бўйича: агрессив, консерватив ва уларнинг гибридида асосланган инвесторлар.

9. Инвестициялар турлари бўйича: портфел, тўғри инвестициялар қилувчи инвесторлар. Портфелли инвесторлар спекулятив-портфел ва стратегик-портфел турида бўлиши мумкин.

10. Инвестиция муддати бўйича: қисқа, ўрта ва узоқ муддатли инвесторлар.

11. Секторга йўналганлиги бўйича:

- давлат секторига инвестиция қилувчилар;
- банк ва молия секторига инвестиция қилувчилар;
- ишлаб чиқариш секторига инвестиция қилувчилар;
- ижтимоий секторга инвестиция қилувчилар ва ҳ.к.

Жисмоний шахс бўлган инвесторлар қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда инвестицион фаолият юритади.

Юридик шахс бўлган инвесторлар қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тузилади, фаолият юритади, реорганизация қилинади ва тугатилади.

Маълум бир мамлакатга нисбатан резидент ва норезидентлар ҳисобланган инвесторлар ўша мамлакатда ўрнатилган қонунлар доирасида инвестицион фаолият юритадилар. Бу фаолият доирасида бундай инвестор инвестицияларини орттириш (камида сақлаб қолиш) сиёсатини амалга оширади. Ушбу сиёсат инвесторнинг аҳволига ва турига қараб агрессив ва консерватив, стратегик ва портфел бўлиши мумкин.

Инвесторларга қўйиладиган асосий талаблар: транспарентлилик, махфийлилик, ишончлилик, барқарорлик, рақобатбардошлилик, молиявий ҳавфсизлик, фаоллилик асосида ўз инвестицияларининг ликвидлилик, даромадлилик, рисксизлилик ва базисига

нисбатан эквивалентлилик даражасини таъминлашдан иборат. Одатда, инвесторлар рискларга мойил бўладилар, уларнинг хатти-ҳаракатлари рефлексив бўлиб, бозордаги инвестицион муҳитга ва бозор конъюнктурасига боғлиқ бўлади.

Мамлакатдаги инвесторларнинг фаоллилик даражаси молия бозорида ва умуман иқтисодиётда муҳим аҳамиятга эга бўлиб, бу индикаторни (Φ) баҳолаш учун қуйидаги мезонни (критерийни) қўллаш мумкин:

$$\min \Phi = SV \text{ (инвестиция сифатидаги жамғарма ҳажми ва инвестициялар ликвидлиги кўпайтмаси)} - PI \text{ (инвестицияларнинг бозор нарҳи ва иқтисодиёт учун зарур бўлган инвестициялар ҳажми кўпайтмаси)}.$$

Дунёнинг турли мамлакатлари молия бозорларида инвесторларнинг салмоғи ва фаоллиги ҳар хил даражага эга бўлиб, бу кўрсаткичлар асосан инвестицион муҳитга таъсир этувчи ички ва ташқи омилларга боғлиқ.

Давлат органларининг инвестицион фаолияти уларнинг мамлакатда иқтисодий сиёсатини юритиш мақсадида монетар ва фискал сиёсатлари асосида амалга оширилади. Ҳудди шу мақсадда давлат органлари профессионал инвестицион фаолиятни ва профессионал молия институти операцияларини ҳам амалга оширади. Бу фаолиятлар билан бирга ваколатли давлат органлари молия бозорини тартиблаштиришни (мувофиқлаштириш ва назорат қилишни) амалга оширади.

Инвесторлар молия бозорида молиявий инструментларга инвестициялар қилувчи ва уларни реал базисига бўлган эквивалентлилик даражасини объектив белгиловчи шахс ва институтлар ролини бажаради. Ўз навбатида бир вақтнинг ўзида инвестициялар уларни амалга оширувчи инвесторнинг бизнес сифатини акс эттирувчи бозор капитали ролини бажаради.

Инвестициялар объектини, шакли ва миқдорини танлаш масъулияти (таваккалчилиги) инвесторнинг ўз зиммасида бўлади, шунга мувофиқ молиявий инструментларга, шу жумладан акцияларга қилинган ўз инвестицияларини ҳимоялаш учун пировард масъулият (таваккал) ҳам инвесторнинг (акциядорнинг) зиммасида бўлади.

Жаҳон молия бозорининг энг фаол инвесторларидан портфелли инвесторлар ҳисобланиб, уларнинг асосий фаолияти инвестициялар портфелини самарали шакллантириш ва бошқаришдир.

Инвестициялар портфели – маълум бир мақсадли инвестицион сиёсат талабига жавоб бериш асосида шакллантирилган молиявий инструментлар тўплами. Умуман олганда, инвестициялар портфели на фақат молиявий инструментлардан, балки активларнинг бошқа турларидан ҳам иборат бўлиши мумкин, масалан, кўчмас мулклардан, кредитлардан, полислардан, заказлардан ва ҳ.к. Портфеллар жамғарма ва капитални жамлаш воситаси сифатида намоён бўлади. Инвестициялар портфелининг асосий мақсади – инвесторлар маблағини инвестицион объектларга (жумладан молиявий инструментларга) йўналтириш асосида режалаштирилган даромадни паст (юқори) рискларда олиш.

Портфелли инвесторлар – инвестициялар портфелини шакллантириб бошқарувчи инвесторлар.

Юқорида келтирилган таснифда кўрсатилганидек, портфелли инвесторлар стратегик-портфелли и спекулятив-портфелли бўлиши мумкин.

Стратегик-портфелли инвесторлар ўз маблағларини узоқ стратегик истикболга қараб кўпроқ базавий қимматли қоғозларнинг йирик пакетларига йўналтирсалар, стратегик-портфелли инвесторлар стратегияси эса бозорда вужудга келувчи арбитраж имкониятлари асосида шакллантирилади (яъни, бозор конъюктураси бўйича курслар тафовутида спекулятив операциялар бажариш эвазига). Стратегик-портфелли инвесторлар асосан маълум бир тармоқдаги компаниялар акцияларининг

назорат пакетига эга бўлиб, бу тармоқ доирасида ўзларининг стратегик инвестицион манфаатлари асосида стратегияларини юритадилар. Бундайларга, масалан, аралаш холдинглар, молия-саноат гуруҳлари, ТНК ва ҳ.к. киради.

Ҳар иккала турдаги портфелли инвестор ҳам инвестицион маблағлар, капитал аккумулятори бўлиб, иқтисодий тнинг реал секторини инвестициялар учун самарали рақобат асосида ривожлантириш масаласи ечимини таъминлайди. Бунда ҳар иккаласининг стратегиялари бозор индикаторларига боғлиқ ҳолда амалга оширилади.

Спекулятив-портфелли инвесторларга инвестиция, пенсия, суғурта фондлари, молиявий компаниялар, инвестицион банклар киради. Уларнинг мақсад ва манфаатлари молия бозорини ривожлантириш бўйича жамият манфаатлари билан объектив мос келади, бозор рисклари ва бунда жамият истакларини адекват акс этади. Бунда улар асосан портфеллари бўйича юқори даромадлилик ва ликвидлиликни таъминлайдилар, мос равишда қуйидагилар билан намоён бўлувчи ролни бажаради:

- эмитентлар ҳолатининг объектив “барометри”, демак, иқтисодий-нинг реал секторини ҳам;

- молия бозори орқали реал сектор инвестицион лойиҳаларини молиялаштиришнинг арзон ва самарали манбаи;

- молия бозори орқали иқтисодийнинг тармоқлари бўйлаб инвестицион ресурсларни самарали тақсимланиши ва қайта тақсимланиши жараёни регулятори.

Умуман олганда, портфелли инвесторлар ўз капиталини молия бозорлари (фонд бозорлари) орқали йўналтириб, миллий иқтисодийни объектив баҳолайди ва рақобатли кредитлайди. Шу билан улар маблағларини бир лойиҳага тўғридан тўғри инвестиция қилувчи инвесторлардан (қисқача – тўғри инвесторлар) фарқланади. Тўғри инвестор учун инвестицион лойиҳа тарихи ва кредит олувчи компания билан шериклик ҳиссиёти катта аҳа-миятга эга бўлиб, портфелли инвестор (стратегик-портфелли инвесторлар-дан ташқари, чунки улар тармоқ компанияларига бозор конъюнктура-сига қараб кўпинча ўзларининг ривожланиш тартибларини мажбурлай-дилар) учун эса бу масалалар унчалик аҳамият касб этмайди.

Саволлар

1. Инвесторлар кимлар ва улар қайси белгилар бўйича таснифланади?
2. Инвесторларнинг қандай сиёсатларини биласиз?
3. Эмитентларнинг фаоллик даражаси нима?
4. Стратегик-портфел инвесторларнинг қандай хусусиятларини биласиз?
5. Спекулятив-портфел инвесторларнинг қандай хусусиятларини биласиз?

Топшириқлар

1. Инвесторларнинг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

3. Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлиги

Молия бозори инфратузилмасининг институционал таркибига эмитентлар ва инвесторларни киришини кўриш мумкин. Бу институтлар молия бозорининг бошқа институтлари билан биргаликда бозорнинг институционал таркибини шакллантиради. Институтларнинг барчасини (яъни олти унсурини) ўзаро боғлиқликдаги фаолияти молия бозорининг самарали функциясини таъминлайди ва индустриясини ифодалайди. Шундан келиб чиқиб, эмитентлар ва инвесторларни алоҳида ўзаро боғлиқликда кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ. Чунки молия бозорида эмитентлар молиявий инструментларини инвестицияларни жалб қилиш мақсадига алоҳида “товар” (молиявий ёки фонд бойликлар) сифатида таклиф қилади, инвесторлар эса бу “товарларга” (капиталга) талабгор бўладилар. Ушбу жараёнда эмитент ва инвесторларнинг самарали фаолияти бошқа институтлар фаолиятига ҳам кўздан боғлиқ. Ўз навбатида ва шу билан бирга бошқа институтларнинг самарали фаолияти ҳам эмитент ва инвесторларнинг фаолиятига боғлиқ. Шундан келиб чиқиб, эмитентлар ва инвесторлар молия бозорида мос равишда бир-бирлари ўртасида молиявий инструментлар ва молиявий ресурслар бўйича ўзаро алмашилиш жараёнини амалга оширишда фаол қатнашувчи институтлар ролини бажаради. Бунда молиявий ресурслар молиявий инструментлар томон ҳаракат қилади, агарда молиявий инструментлар молиявий ресурсларни жалб қилиш ҳоссасига эга бўлса. Молия бозори конъюктурасига боғлиқ ҳолда молиявий ресурслар ва молиявий инструментлар бир-бирига қарама-қарши йўналишда ҳаракат қилади, бунда молиявий инструментлар инвесторлар кўлида бозор капиталига (товарига) айланади, молиявий ресурслар эса эмитентлар қарамоғида уларнинг реал капитали бўлиб хизмат қилади. Шу йўсинда эмитентлар ўзлари чиқарган молиявий инструментларини ўзлари қарамоғидаги реал капиталга (базисга) ва молия бозори конъюктурасига боғлиқ ҳолда эквивалентлилик даражасини таъминлайдилар. Бир вақтнинг ўзида инвесторлар эса ўз кўлларидаги бозор капиталига айланган молиявий инструментларини уларнинг базисига ва молия бозор конъюктурасига боғлиқ равишда эквивалентлилик даражасини таъминлайдилар. Бунда эмитент ва инвесторлар молия бозорининг бошқа институтлари (воситачилари, савдо тизимлари, регуляторлари, информацион агентликлар) ёрдамига таянадилар.

Айтиш жоизки, компанияларда эмиссион сиёсат инвестицион сиёсатга асослананиб юритилади. Инвестицион сиёсат эса эмиссион сиёсатга таянган ҳолда амалга оширилади. Яъни эмиссион сиёсат ўзида инвестицион сиёсатни мужассамлаштиради, инвестицион сиёсат эса ўзида эмиссион сиёсатни мужассамлаштиради.

Саволлар

1. Эмитент ва инвесторлар нима учун бир-бирлари билан боғлиқ?
2. Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлигини 1.1 ва 1.2 параграфлардаги моделлар асосида қандай намоён бўлади?

Топшириқлар

1. Эмитент ва инвесторларнинг ўзаро боғлиқлигидаги фаолиятини молия бозоридаги аҳамиятини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

МАНВЗУ- 6. МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТИТУТЛАРИ, УЛАРНИНГ ФАОЛИЯТИ ВА РОЛИ

1. Молия бозорларида суғурта ташкилотларининг фаолияти ва роли
2. Молия бозорларида банкларнинг фаолияти ва роли
3. Молия бозорларида инвестиция институтларининг фаолияти ва роли
4. Молия бозорларида давлат молия институтларининг фаолияти ва роли
5. Молия бозорларида халқаро молия институтларининг фаолияти ва роли

Умуман олганда, **суғурта** – бу молиянинг алоҳида шакли бўлиб, ҳаётда ва бозор иқтисодиётида маълум бўлган рискларни келишилган ҳақ эвазига қабул қилиб компенсациялашдан иборат молиявий фаолият тури ҳисобланади. Молия бозорида бундай фаолиятни ихтисослашган юридик шахс мақомига эга бўлган турли мулкчилик шаклида тузилган суғурта ташкилотлари (компаниялари) амалга оширади. Бунда суғурта компаниялари тижорат ташкилотлари сифатида маълум рискларга мойил бўлганликлари сабабли, улар ўзларига қабул қилган рискларни бошқа ўхшаш, лекин йирик ва нуфузли, суғурта компаниялари ёрдамида қайта суғурталайдилар.

Суғурта компаниялари фаолиятининг ҳосса ва хусусиятлари эвазига молия бозори таркибида алоҳида сегмент – интеграллашган суғурта хизматлари бозори фаолият юритади ва ривожланади.

Агар суғурта компаниялари акциядорлик капитали асосида тузилган бўлса, унда улар акциялар эмитенти сифатида ҳам намоён бўлади. Фонд бозоридаги эмиссион фаолияти доирасида улар бошқа турдаги қимматли қоғозларни ҳам белгиланган тартибда чиқаришга ҳақли.

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

Бу эса молия бозорининг рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий хавфсизлик даражасини кўтаришга, самарали инвестицион ҳажмини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, суғурта компаниялари умуман ҳаётда ва иқтисодиётда, хусусан молия бозорида қуйидаги ролларни бажаради:

- рисксизликни (суғурта турлари классификатори бўйича) таъминловчи молиявий институтлар;
- молиявий ресурслар аккумулятори, йирик инвестициялар манбаи;
- институционал инвестор (белгиланган тартибда);
- қимматли қоғозлар эмитенти (белгиланган тартибда).

Айтилганларни халқаро суғурта бозори ва суғурта операциялари ривожланиши тенденциялари асосида кўриш мумкин³¹.

Ҳозирда ривожланган мамлакатлардаги суғурта компаниялари операциялари ва даромадининг 60-80 фоизига орасидаги миқдори қимматли қоғозлар бозорида шаклланимоқда (илова 2). Даромадининг қолган қисми эса традицион суғурта операцияларидан ҳосил бўлмоқда. Ўзбекистонда ҳам шунга ўхшаш тенденцияни кўриш мумкин (илова 3).

³¹ Ваҳобов А.В., Жумаев Н.Х., Бурханов У.А. Халқаро молия муносабатлари. -Т.: Шарқ, 2003.-бб.347-370.

Саволлар

1. Суғурта компанияларининг молия бозоридаги қандай фаолият турларини биласиз?
2. Суғурта компанияларининг молия бозоридаги роли қандай?
3. Қандай йирик суғурта компанияларини биласиз?

Топшириқлар

1. Суғурта компанияларининг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

2. Молия бозорларида банкларнинг фаолияти ва роли

Умуман олганда, банк – бу молиянинг махсус фаолият соҳаси бўлиб, молия бозори орқали пул ресурсларини жамлаб, уларни иқтисодиётнинг турли самарали субъектларига манфаатли тақсимлайдиган алоҳида молиявий институт ҳисобланади. Бунда банк пул ва молиявий инструментлар ёрдамида ўзи билан боғлиқ шахслар (кредиторлар, эгалари-инвесторлар, жорий операцион хизматидан фойданувчи мижозлар, кредит олувчилар, шериклари) рискларини маълум (келишилган) ҳақ эвазига қабул қилиб олади ва жамланган рискларни манфаатли (фойда олиш ва фойда билан таъминлаш мақсадида) диферсификациялаш асосида профессионал бошқаради. Молия бозорида бундай фаолиятни ихтисослашган юридик шахс мақомига эга бўлган турли мулкчилик шаклида тузилган банклар амалга оширади. Бунда банклар тижорат ташкилотлари сифатида маълум рискларга мойил бўлганликлари сабабли, улар молия бозори орқали ўз рискларини бошқарадилар.

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

Айтилган операциялар негизида давлат (марказий) банки ва тижорат банклари ўзаро боғлиқликда банк тизимини ҳосил қилиб, марказий банк бошчилигида молия бозори орқали иқтисодиётда кредит-пул (монетар) сиёсатини юритади. Бу эса молия бозорининг рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий ҳавфсизлик даражасини кўтаришга, самарали инвестицион ҳажмини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, банклар умуман иқтисодиётда, хусусан молия бозорида қуйидаги ролларни бажаради:

- монетар сиёсатни таъминловчи институтлар;
- иқтисодиёт субъектларига кредит, пул воситалари билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал хизматлар кўрсатувчи институтлар;
- молиявий ресурслар аккумулятори, йирик инвестициялар манбаи;
- институционал инвестор (белгиланган тартибда);
- қимматли қоғозлар чиқарувчи (белгиланган тартибда);
- фонд бозорида профессионал хизмат кўрсатувчи институт.

Айтилганларни халқаро банк тизими ривожланиши тенденциялари асосида кўриш мумкин³².

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 кўшимча пул маблағларини жалб қилиш, ўз мижозларини (жумладан давлатни) узок муддатли кредитлаш.

³² Ваҳобов А.В., Жумаев Н.Х., Бурханов У.А. Халқаро молия муносабатлари. -Т.: Шарқ, 2003.-бб.347-370; Максимо В.Энг, Фрэнсис А.Лис, Лоуренс Дж.Маурер. Мировые финансы.-М.: ИКК «ДеКА», 1998.-736 с.

Замонавий инвестиция банки ҳозирда на фақат фонд бозорларида қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларни бажаради, балки компанияларни бирлаштирилиши (ютиб борилиши) ва ўзаро бирлашишини ташкиллаштириш, ипотекани ва венчур капитални бошқариш билан ҳам шуғулланади.

Инвестиция банклари турли мамлакатларда маълум хусусиятларга эга. Масалан, Буюк Британияда – турли профилли инвестиция компаниялари, савдо банклари. Бунда савдо банклари оддий банк операцияларидан ташқари, акциядорлик компаниялари, пенсия фондари, суғурта компаниялари қимматли қоғозларини бошқариш билан ҳам шуғулланади.

Францияда эса бизнес-банклар, инвестиция уйлари, Германияда – инвестиция жамиятлари, Японияда – траст-банклар ва шаҳар банклари мисол бўла олади.

Ҳозирда дунёнинг энг йирик инвестиция банклари қуйидагилар ҳисобланади³³: *HSBC Holdings* (Буюк Британия), *Chase Manhattan Corp.* (АҚШ), *Credit Agricole Group* (Франция), *Citicorp.* (АҚШ), *Bank of Tokyo-Mitsubishi* (Япония), *Deutsche Bank* (Германия), *Bank America Corp.* (АҚШ), *ABN AMRO Bank* (Голландия), *Sumitomo Bank* (Япония), *Dai-ichi Kangyo Bank* (Япония) ва ҳ.к.

Шундай қилиб, банкларнинг молия бозоридаги фаолият турларини қуйидагича тизимлаштириш мумкин.

1. Банклар молия бозорининг қуйидаги сегментларида фаолият юритадилар: валюта, қимматли қоғозлар, пул-кредит (жумладан ипотека кредитлари), қимматбаҳо металлар ва тошлар (жумладан санъат асарлари).

2. Кўчмас мулк бозорида воситачи, риелтор, ишончли бошқарувчи (траст), ипотекавий инвестор сифати фаолият кўрсатади.

3. Валюта бозорида: дилер ва брокер (трейдер, жумладан валюта оператори). Бунда спот ва муддатли бозорларда иштирок этади.

4. Пул-кредит бозорида: пул ҳисоб рақамлари ва пул воситалари (чеклар, карточкалар ва ҳ.к.) бўйича миқозларга операцияларни қўриқтириш; кредит бериш ва олиш; бўлак кредиторларнинг кредит траншлари бўйича оператор бўлиш ва ҳ.к.

5. Қимматли қоғозлар бозорида: эмитент (эмиссияланувчи ва эмиссияланмайдиган турлари бўйича); институционал инвестор (ўзининг инвестицияларини бошқариш бўйича) ва коллектив инвестор (миқозларининг инвестицияларини бошқариш бўйича); профессионал институт (брокер, трейдер, дилер, андеррайтер, траст, консалтинг, клиринг, депозитарий, трансфер-агент ва ҳ.к.).

Молия бозорида санаб ўтилган фаолият турларини универсал банклар амалга оширади.

Саволлар

1. Банкларнинг молия бозоридаги қандай фаолият турларини биласиз?
2. Банкларнинг молия бозоридаги роли қандай?
3. Инвестицион банкларнинг фаолияти нимадан иборат?

Топшириқлар

1. Банкларнинг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини туздинг.

3. Молия бозорларида инвестиция институтларининг фаолияти ва роли

Умуман олганда, инвестиция институти – бу молиянинг алоҳида фаолият соҳаси бўлиб, молия бозорининг фонд сегментида қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар бўйича малакали хизматлар кўрсатувчи молиявий институт ҳисобланади. Бошқача қилиб айтилганда, фонд (қимматли қоғозлар) бозорида профессионал фаолият қимматли қоғозларни ҳаёт циклидаги жарёнда содир (талаб) бўладиган хизматларни белгиланган

³³ Top 1000. The Banker.-1998.-July.-p.131.

тартибда кўрсатиш бўйича тадбиркорлик фаолияти ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бозорида бундай фаолиятни ихтисослашган юридик шахс мақомига эга бўлган, турли мулкчилик шаклида тузилган, махсус лицензияга (руҳсатномага) эга бўлган инвестиция институтлари амалга оширади.

Инвестиция институтлари фаолиятининг механизми, ҳосса ва хусусиятлари эвазига фонд бозори инфратузилмаси таркибида алоҳида малакали хизматлар бозори фаолият юритади ва ривожланади.

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

Бу эса молия бозорининг, хусусан қимматли қоғозлар бозорининг, рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий ҳавфсизлик даража-сини кўтаришга, самарали инвестицион ҳажмини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, инвестиция институтлари умуман иқтисодиётда, хусусан қимматли қоғозлар (фонд) бозорида қуйидаги ролларни бажаради:

- иқтисодиёт субъектлари ва аҳолига қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал хизматлар кўрсатувчи институтлар;

- молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори, йирик инвестициялар манбаи;

- институционал инвестор (белгиланган тартибда);

- қимматли қоғозлар эмитенти (белгиланган тартибда).

Ҳозирда ривожланган мамлакатлардаги инвестиция институтлари операциялари жаҳон фонд бозорларининг барча қисмини қамраб олган.

Қимматли қоғозлар бозори профессионал қатнашчиларининг ижроия органлари раҳбарлари, шунингдек уларнинг имзо ҳуқуқига эга ходимлари қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан бериладиган малака гувоҳномаларига эга бўлишлари керак. Малака гувоҳномасининг амал қилиш муддати турли мамлакатларда ҳар ҳил бўлади, масалан, Ўзбекистонда – уч йил.

Дунёнинг турли мамлакатларида инвестиция институтларининг фаолият турлари ўзгача номланади, лекин улар мазмунан ўхшаш. Масалан, жаҳон амалиётида фаолият турлари қуйидагича номланишиш мумкин: дилер, брокер, бошқарувчи компания, депозитарий, клиринг ва ҳ.к.

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

- инвестиция воситачиси фаолияти;

- инвестиция маслаҳатчиси фаолияти;

- инвестиция фонди фаолияти;

- бошқарувчи компания фаолияти;

- инвестиция фондларининг инвестициявий активларини бошқариш бўйича фаолият;

- депозитарий фаолияти;

- ҳисоб-клиринг палатаси (ташкilotи) фаолияти;

- трансфер-агент фаолияти (лицензияланмайди);

- қимматли қоғозлар бўйича биржадан ташқари савдолар ташкilotчиси фаолияти.

Қимматли қоғозлар бозорида қонун ҳужжатларига мувофиқ профессионал фаолиятнинг бошқа турлари ҳам амалга оширилиши мумкин, масалан, номинал сакловчи (депозитарий бажаради).

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи инвестиция фонди фақат очиқ акционерлик жамияти шаклида тузилади.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга оширувчи юридик шахсларни тузиш, фаолият курсатиш ва тугатиш тартиби, ушбу Қонуннинг қоидалари ҳисобга олинган ҳолда, қонун ҳужжатлари билан белгиланади.

Келтирилган фаолият турларига қисқача тавсиф берамиз.

Қимматли қоғозлар бозорида инвестиция воситачиси фаолиятига брокерлик ва дилерлик фаолиятлари киради.

Топшириқ шартномалари ёки воситачилик ҳақи асосида ёхуд битимлар тузиш учун берилган ишончнома асосида иш олиб бориб, ваколатли шахс ёки воситачи сифатида қимматли қоғозлар юзасидан фуқаролик-ҳуқуқий битимларни амалга ошириш брокерлик фаолияти ҳисобланади.

Брокерлик фаолиятида операциялар асосан мижоз номидан (топшириғига биноан) ва мижоз ҳисобидан бажарилади.

Мижозларнинг қимматли қоғозларга сармоя киритиш учун брокерга берилган пул маблағлари, шунингдек брокер томонидан мижозлар билан тузилган шартномалар асосида амалга оширилган битимлардан олинган пул маблағлари брокер томонидан банкда очиладиган алоҳида банк ҳисоб рақам(лар)ида (махсус брокерлик ҳисоб рақамида) сақланиши керак.

Агар брокерлик хизмати курсатиш шартномасида кўзда тутилган бўлса, брокер мижозга унинг пул маблағлари ҳисобига топшириқларни бажариш ёки мижоз талабига кура уларни қайтариб беришни кафолатлаган ҳолда, махсус брокерлик ҳисоб(лар)идаги мижозларнинг пул маблағларидан ўз манфаатлари учун фойдаланиш ҳуқуқига эга.

Брокерга ўз манфаатлари йўлида фойдаланиш ҳуқуқини берган мижозларнинг пул маблағлари, унга ўз манфаатлари йўлида фойдаланиш ҳуқуқини бермаган мижозларнинг пул маблағлари сақланадиган махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)идан бошқа махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)ида сақланиши керак.

Брокер ўзининг шахсий пул маблағларини махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)ига ўтказиш ҳуқуқига эга эмас, ушбу модда билан белгиланган тартибда мижозга қайтариб бериш ва/ёки унга қарз бериш ҳоллари бундан мустасно.

Брокер махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)ида турган ҳар бир мижознинг пул маблағларининг ҳисобини юритишга ва мижозга ҳисобот беришга, шунингдек, топшириғи бўйича акциясига эгалик қилаётган шахс билан тузилган шартномага мувофиқ ва унинг топшириғи билан қимматли қоғозлар бўйича операциялар ва битимларни амалга оширишга мажбур.

Махсус брокерлик ҳисоб рақам(лар)ида турган мижозларнинг пул маблағлари брокернинг мажбуриятлари юзасидан ундирилиши мумкин эмас.

Муайян қимматли қоғозларни сотиб олиш ва/ёки сотиш нархларини ошкора эълон қилиш ҳамда ушбу қимматли қоғозларни эълон қилинган нархлари бўйича сотиб олиш ва/ёки сотиш мажбуриятини олиш йўли билан ўз номидан ва ўз ҳисобидан қимматли қоғозларга доир олди-сотди битимларини тузиш дилерлик фаолияти ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бўйича дилерлик фаолиятини амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси дилер деб номланади.

Нархлардан ташқари дилер қимматли қоғозларнинг олди-сотди шартномасига бошқа муҳим шартларни маълум қилиш ҳуқуқига эга: олинаётган/сотилаётган қимматли қоғозларнинг минимал ёки максимал миқдори, шунингдек эълон қилинган нархлар амал қиладиган муддат. Эълонда бошқа муҳим шартлар кўрсатилмаса, дилер уз мижози таклиф қилган муҳим шартлар бўйича шартнома тузишга мажбур. Дилер шартнома тузишдан бош тортиши ҳолларида, уни шундай шартнома тузишга мажбур қилиш ва/ёки мижозга етказилган зарарларни қоплатиш тўғрисида даъво кўзғатилиши мумкин.

Инвестиция воситачиси ўзининг ҳаракатлари ёки ҳаракатсизлиги туфайли мижозларига етказилган зарарни қоплаши шарт.

Инвестиция воситачисининг корхоналари ва ташкилотларини Ягона давлат реестридан чиқариш фақат унинг мижозларига ажратилган пул маблағлари ва қимматли қоғозларни қайтариш билан боғлиқ таомиллар бажарилганидан сўнггина қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органининг ёзма тасдиғи асосида амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар бозорини ва унинг иштирокчиларини тахлил этиш ва истикболини аниқлаш, молиявий воситаларни (молиявий мажбуриятларни) экспертиза қилиш, ишлаб чиқиш ва тавсия этиш бўйича хизматлар кўрсатиш, қимматли қоғозлар чиқариш, уларни жойлаштириш ва муомалага киритиш, мутахассисларни қайта тайёрлаш, шунингдек юридик ва жисмоний шахслар инвестиция сиёсатини амалга оширишлари хусусида маслаҳатлар бериш соҳасидаги хизматлар қимматли қоғозлар бозорида *инвестиция маслаҳатчисининг* фаолияти, деб эътироф этилади.

Юридик ёки жисмоний шахс инвестиция маслаҳатчиси бўлиши мумкин.

Инвестиция маслаҳатчиси мижозга муайян қимматли қоғозларни сотиб олиш ёки сотиш бўйича тавсиялар тақдим этиш, шунингдек мижозга инвестиция қарорини ўзи мустақил қабул қилиши учун зарур ахборотни тақдим этиш ҳуқуқига эга.

Маслаҳат хизматлари кўрсатилганида, бажарилган ишлар далолатномасида мувофиқ ёзувлар кўрсатилади, мижозга тақдим этилган ҳужжатларнинг нусхалари эса инвестиция маслаҳатчисида қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда сақланади.

Инвесторларнинг пул маблағларини ишга солиш мақсадида акциялар сотиб оладиган ва чиқарадиган ҳамда маблағларни фонд номидан қимматли қоғозларга, масъулияти чекланган жамиятлар улушларига, банклардаги ҳисобварақларга ва омонатларга қўядиган юридик шахс *инвестиция фондидир*.

Инвестиция фондларининг маблағларни бундай қўйиш билан боғлиқ таваккалчилиги, бу маблағларнинг бозордаги қадри ўзгаришидан келадиган даромад ва қўриладиган зарар тўла-тўқис ушбу фонд эгалари (акциядорлари) ҳисобига ўтказилади ва улар томонидан фонд акцияларининг жорий нархлари ўзгариши ҳисобига реализация қилинади.

Банклар ва суғурта компаниялари инвестиция фондлари бўла олмайди.

Инвестиция фонди бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларга қайта тузилиши мумкин эмас. Инвестиция фондини қайта ташкил этиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган ҳолда амалга оширилади.

Юридик шахснинг эгалик қилиш учун ўзига берилган ва бошқа бир шахсга тегишли бўлган, мазкур шахс ёки бу шахс кўрсатган учинчи шахслар манфаатларини кўзлаб:

- қимматли қоғозларни;
- қимматли қоғозларни сармоялашга мўлжалланган пул маблағларини;
- қимматли қоғозларни бошқариш жараёнида олинadиган пул маблағлари ҳамда

қимматли қоғозларни ҳақ эвазига бошқариш ваколатини муайян муддат давомида ўз номидан амалга ошириши қимматли қоғозларни *бошқариши соҳасидаги* фаолият ҳисобланади.

Қимматли қоғозларни бошқариш фаолиятини амалга ошириш тартиби қонун ҳужжатлари ва шартномалар билан белгиланади.

Қимматли қоғозларни ишончли бошқариш бўйича фаолиятни амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси *бошқарувчи компания* деб номланади.

Ишончли бошқарувга берилган инвестиция активлари билан битимларни бошқарувчи компания ўз номидан амалга оширади, бунда у бошқарувчи компания сифатида ҳаракат қилаётганлигини кўрсатиши кер ғал к АгарФОлема □▪ ka 薊 aҒаф Г† Ц d ☞ Обажарилиши(bў□<:♁ида бош20薊 èГ† чи томо□©誕ан маълМё м□□伙 нC 耽 ган бўлса, ёзма □зжатларда ишончли0□ошJ 膾 шугҒинин 薊 wомидан кейин\$□□зишли бе 膾 гЙл□:!h 衛 ыиц 阨 嚮 □Өн 膾 үКса, юқоI 袂 даги!чартгбT 膾□# пбқилинган ҳисобланди.

Агар 給 бСшқары чи кодания ва\$нинлЕМИL ози† 薊 Ёи □□ф бошқасҒвчи компР□ япJ□г турли мижоз 薊 аҒи манқ誕Ψ†лари юч ☞ сОдан б□耽 с, барча □□с□ 膾 Ыар олдиндан бу ҳақда хаб□徻-ор қилинм∧ 膾 ин\$ёўлса, бошқарувчи коС†аниянинг

Қўқоз манфаатларига зарар етказувчи ҳаракатларни амалга оширишга олиб келган бўлса, бошқарувчи компания ўз ҳисобидан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда зарарларни қоплашга мажбур.

Инвестиция фондларининг инвестиция активларини бошқариш бўйича фаолият деганда, ушбу модда ва қонун ҳужжатлари билан белгиланган фаолиятнинг талабларига жавоб берадиган бошқарувчи компаниянинг фаолияти тушунилади. Инвестиция фондларининг инвестиция активларини бошқариш бўйича фаолиятни амалга оширувчи юридик шахс *инвестиция фондларининг бошқарувчи компанияси* деб номланади.

Инвестиция фондларини бошқарувчи компания инвестиция фондларининг инвестиция активларини бошқариш бўйича фаолиятни амалга оширувчи, шунингдек қимматли қоғозларнинг олди-сотдиси билан шуғулланувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси ҳисобланади.

Инвестиция фондларини бошқарувчи компания қонунчиликка мувофиқ тузилган ва инвестиция фондининг топшириғи билан ва унинг номидан унга берилган қимматли қоғозларни; қимматли қоғозларга инвестициялашга мўлжалланган пул маблағлари; қимматли қоғозларни бошқариш жараёнида қўлга киритилган пул маблағларини ишончли бошқарувни; инвестиция фондининг қимматли қоғозлари портфелини тузишни ва бу портфелни диверсификация қилиш бўйича хизматлар кўрсатишни; шунингдек фонд билан тузилган шартномага мувофиқ инвестиция фондининг эгаси вазифасини амалга оширувчи исталган мулкчилик шаклидаги юридик шахс ҳисобланади. Кўрсатилган операциялар инвестиция фондларини бошқарувчи компания фаолиятининг мутлақ турлари ҳисобланади.

Бошқарувчи компаниянинг таъсисчилари юридик ва жисмоний шахслар бўлиши мумкин, давлат ҳокимияти ва бошқарув органлари, шунингдек улар томонидан таъсис қилинган устав фондининг 25 фоиздан ортигини давлат улуши ташкил этувчи корхоналар бундан мустасно.

Инвестиция фондларининг бошқарувчи компанияси депозитарий, давлат бошқарув органи, нотижорат ташкилоти, шунингдек аффилиланган шахс (шахслар) томонидан тузилган корхона бўлиши мумкин эмас.

Қимматли қоғозларни сақлаш, қимматли қоғозлар бўйича ҳуқуқларни ҳисобга олиш ва тасдиқлаш бўйича хизматлар *депозитар фаолият* ҳисобланади.

Депозитар фаолиятни амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси *депозитарий* деб номланади. **Факат юридик шахсгина депозитарий булиши мумкин.**

Қимматли қоғозларни сақлаш, қимматли қоғозлар бўйича ҳуқуқларни ҳисобга олиш ва тасдиқлаш бўйича депозитарий хизматларидан фойдаланадиган шахс **депонент** ҳисобланади.

Депозитарий ва депонент ўртасидаги муносабатлар тегишли шартнома билан тартибга солинади.

Депозитар шартнома – депозитарий билан депонент ўртасида ёзма шаклда тузиладиган, қимматли қоғозларни сақлаш ва қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш билан боғлиқ муносабатларни тартибга солиб турувчи шартнома.

Депозитар хизмат кўрсатиш тўғрисида шартнома тузиш депонентнинг қимматли қоғозларга мулк ҳуқуқи депозитарийга ўтишига олиб келмайди.

Депозитарий ўзига депонентга қўйилган қимматли қоғозларнинг бут сақланиши учун, шунингдек қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиб бориш бўйича ўз бурчларини бажармаганлиги ёки тегишли даражада бажармаганлиги учун, шу жумладан депонент ҳисобварақлари бўйича ёзувларнинг тўлалиги ва тўғрилиги учун қонунда белгилангандек жавобгар бўлади.

Депонентларнинг қимматли қоғозларига депозитарийнинг мажбуриятлари бўйича ундирув қаратилиши мумкин эмас.

Ўзаро мажбуриятларни белгилаш, аниқлаш ва ҳисобга олишга доир фаолият *клиринг* деб ҳисобланиб, бу фаолият битимга доир ахборотни тўплаш, солиштириш, унга тузатиш киритиш ҳамда қимматли қоғозларга доир фуқаровий-ҳуқуқий битимларни ижро этиш учун бухгалтерия ҳужжатларини тайёрлаш операцияларини назарда тутлади.

Қимматли қоғозларга доир битимлар бўйича ҳисоб-китоб-клиринг операцияларини амалга оширувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари *ҳисоб-китоб-клиринг палатаси* (ташкilotи) деб аталади.

Қимматли қоғозларга доир операциялар юзасидан ҳисоб-китоб олиб борилиши муносабати билан клирингни амалга оширувчи ташкilotлар ўзаро мажбуриятларни аниқлаш чоғида тайёрлаб қўйилган қимматли қоғозлар, пул маблағлари ва бухгалтерия ҳужжатларини ижрога қабул қилиб олаётганларида қимматли қоғозлар бозорининг қайси қатнашчиси учун ҳисоб-китоб ишлари амалга оширилаётган бўлса, шу қатнашчи билан тузган ўз шартномаларига асосланадилар.

Ҳисоб-клиринг палаталарининг (ташкilotларининг) мижозлари маблағларига ҳисоб-клиринг палаталарининг (ташкilotларининг) мажбуриятлари юзасидан бўйича ундирув қаратилиши мумкин эмас.

***Трансфер-агентнинг* фаолияти деганда, қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш тизимига тааллуқли ҳужжатларни қабул қилиш, қайта ишлаш ва ўтказиш бўйича хизматлар курсатиш тушунилади.**

Қимматли қоғозлар бозорининг трансфер агент фаолиятини амалга оширувчи профессионал қатнашчиси *трансфер-агент* деб номланади.

Эмитент билан ўзаро муносабатда трансфер-агент қуйидагиларни амалга оширади:

- эмитент билан тузилган шартномага мувофиқ белгиланган муддатда реестр шакллантириш учун марказий регистраторга суров юбориш;
- марказий регистратордан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда қимматли қоғозлар эгалари реестрини қабул қилиш;
- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда эмитентга қимматли қоғозлар реестрини етказиш ва бериш.

Трансфер-агент эмитентга марказий регистратордан олинган қимматли қоғозлар эгалари реестри ва бошқа маълумотларни ўз вақтида етказиб бериш ва уларнинг сақланиши юзасидан жавобгар ҳисобланади.

Қимматли қоғозларни бегоналаштирувчи (сотиб олувчи) билан ўзаро муносабатда трансфер-агент қуйидагиларни амалга оширади:

- қимматли қоғозларни бегоналаштирувчидан (сотиб олувчидан) олинган ҳужжатларни текшириш, рўйхатга олиш ва ҳисобга олиш;
- мижозлардан олинган ҳужжатларни рўйхатга олиш ва ҳисобга олиш;
- қимматли қоғозларни бегоналаштирувчига хизмат кўрсатаётган депозитарийга қимматли қоғозлар бўйича ҳуқуқларнинг ўтишига асос ҳисобланувчи ҳужжатларни етказиб бериш ва тақдим этиш;
- имзолар тақдим этилган ҳужжатларда кўрсатилган шахслар (уларнинг вакиллари) томонидан қўйилганлигини қафолатлаш;
- операциялар қонун ҳужжатларига мувофиқ амалга оширилганлигини тасдиқловчи ҳужжатларни қабул қилиш;
- бегоналаштирувчининг (сотиб олувчининг) хизмат кўрсатувчи депозитарийдан шартномага мувофиқ олинган қимматли қоғозларни бегоналаштирувчига (сотиб олувчига) етказиб бериш ва тақдим этиш.

Бегоналаштирувчи (сотиб олувчи)нинг қимматли қоғозлар трансфер-агенти билан муносабатлари шартнома асосида тартибга солинади.

Қимматли қоғозлар бўйича *биржадан ташқари савдолар ташкilotчисининг фаолияти* деганда, инвесторларга воситачиларни ёллагандан туриб савдоларда қатнашиш имкониятини берувчи аризалар қабул қилиш пунктлари, махсус компьютер савдо

тизимларидан фойдаланишнинг белгиланган қоидалари бўйича қимматли қоғозлар савдосини ташкил қилиш фаолияти тушунилади.

Биржадан ташқари савдолар ташкил қилиш, шунингдек биржадан ташқари листинглар қоидалари қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдоси ташкилотчиси томонидан қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишган ҳолда белгиланади.

Биржадан ташқари листинг - қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдога уларни биржадан ташқари бюллетенига киритган ҳолда, савдога қўйишдир.

Биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси қонун ҳужжатларида ўрнатилган тартибда ўтказилаётган савдоларнинг ошқоралиги ва оммавийлигини таъминлаши лозим.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари томонидан қимматли қоғозлар билан тузиладиган битимлар ва инвесторлар маблағларининг ҳисобини юритиш

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси инвесторлар иштирокида қимматли қоғозлар билан ўзи тузадиган барча битимларнинг ҳисобини юритади.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси томонидан қимматли қоғозларнинг ҳамда инвесторлар маблағларининг ҳисобини юритиш унинг молиявий-хўжалик фаолиятининг бухгалтерия ҳисобидан алоҳида тарзда, қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда олиб борилади.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал катнашчиси қонун ҳужжатларида белгиланган тартиб ва муддатларда ўз архивида инвесторларнинг қимматли қоғозлари ва маблағлари ҳисобга олиш бўйича ҳужжатларни сақлаши шарт.

Қимматли қоғозлар бозорида фаолият турларини қўшиб олиб бориш

Қимматли қоғозлар бозорида турли профессионал фаолият турларини қўшиб олиб бориш бир шахснинг ўзига қимматли қоғозлар бозорида турли хил фаолиятни амалга ошириш учун бир нечта лицензиялар бериш орқали амалга оширилади.

Бошқарувчи компаниянинг фаолияти фаолиятнинг мутлак тури ҳисобланади. Трансфер-агентнинг фаолияти қимматли қоғозлар бозоридаги бошқа фаолият турлари билан қўшиб олиб борилиши мумкин эмас.

Қимматли қоғозлар бўйича фаолият турларини қўшиб олиб бориш ва операциялар ўтказиш соҳасидаги кўшимча чеклашлар қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан тартибга солинади.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида *депозитарий тизими ва бошқа фаолият турларини* алоҳида кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ.

Марказий депозитарий – Ўзбекистон Республикаси депозитарийларида қимматли қоғозларни сақлаш, ҳуқуқларни ҳисобга олиш ва ҳаракатининг ягона тизимини таъминловчи депозитарийдир.

Марказий депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ давлат унитар корхонаси сифатида тузиган.

Марказий депозитарий ўз фаолиятини хизмат кўрсатишдан олинган даромадлар ва бошқа тушумлар ҳисобига амалга оширади.

Марказий депозитарий хизматлари учун олинadиган тарифлар миқдори Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги билан келишилган ҳолда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан тасдиқланади.

Марказий депозитарийнинг мутлак *вазифалари* қуйидагилардан иборат:

- нодавлат эмиссиявий ҳужжатсиз қимматли қоғозларни сақлаш;
- қимматли қоғозларга нисбатан давлат ҳуқуқларини ва қимматли қоғозларни бошқариш бўйича ваколатли шахсларнинг қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларини ҳисобга олиш;
- депозитарийларнинг вакиллик ҳисобварақларини юритиш;

- биржа ва биржадан ташқари савдолар қатнашчиларининг қимматли қоғозлари савдоларга қўйилишидан олдин улар борлигини ва ҳақиқий эканлигини тасдиқлаш;
- савдоларда тузилган битимларга мувофиқ биржа ва биржадан ташқари савдолар қатнашчиларига қимматли қоғозлар етказиб берилишини таъминлаш;
- нодавлат эмиссиявий қимматли қоғозларнинг муомалага чиқарилганлигини тасдиқловчи ҳужжатларни сақлаш;
- Ўзбекистон Республикаси ҳудудида норезидентлар томонидан, шунингдек қимматли қоғозларнинг хорижий фонд бозорларида Ўзбекистон Республикаси резидентлари томонидан чиқарилган қимматли қоғозларни ҳисобга олиш;
- марказий регистратор вазифасини амалга ошириш;
- инвестиция фондлари томонидан чиқарилган ва уларга тегишли қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш;
- Ўзбекистон Республикаси депозитарлик тизимида Депонентларнинг ягона базасини юритиш;
- депозитарийлар тизимида қимматли қоғозлар ҳаракати тўғрисидаги ахборотларни жамлаш ва тартибга солиб туриш.

Депозитар операциялар ва депозитар операциялар стандартлари

Қимматли қоғозлар билан депозитар операциялар (кейинги ўринда – депозитар операциялар) – қимматли қоғозларни сақлаш ва қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш бўйича депозитарийлар томонидан ҳисобга олиш рўйхатларида амалга ошириладиган операциялар.

Депозитар операциялар стандартлари – депозитар операциялар ўтказишнинг қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тасдиқланадиган меъёрлари ва қоидалари.

Депозитар операциялар стандартларини ишлаб чиқиш, тасдиқлаш ва депозитарийлар уларга риоя этишини назорат қилиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан амалга оширилади.

Депозитарий тизимида *депонент ҳуқуқлари ва мажбуриятларини* алоҳида кўрсатиш мақсадга мувофиқ, улар қуйидаги ҳуқуқларга эгадир:

- депозитарийдаги ўзининг депо ҳисобварағида бўлган қимматли қоғозларни қонун ҳужжатларида белгиланган тартиб ва доирада тасарруф этиш. Депонентда депозитарийда ҳисобга олинмаган қимматли қоғозларни тасарруф этиш ҳуқуқи қимматли қоғозларнинг депо ҳисобварағига киритилган пайтдан эътиборан вужудга келади;

- депозитарийга ўз депо ҳисобварағи бўйича операцияларни амалга ошириш юзасидан топшириқ бериш (учинчи шахслар олдида зиммасига мажбуриятлар юкланган қимматли қоғозларни уларга юкланган мажбуриятлар тугаганлигини тасдиқловчи ҳужжатларни тақдим этмай туриб ўтказиш тўғрисидаги фармойиш бундан мустасно), сўров киритиш, топшириқлар бажарилганлиги тўғрисидаги ҳисоботни талаб қилиш;

- ўзига тегишли ҳужжатли қимматли қоғозларни сақлаш ва исталган депозитарийга ҳужжатли ва ҳужжатсиз қимматли қоғозларга нисбатан мулк эгаллиги ҳуқуқини ҳамда бошқа ашёвий ҳуқуқларни ҳисобга олишни топшириш;

- депозитар шартнома тузиш тўғрисидаги қарор қабул қилгунга қадар депозитарийда қимматли қоғозларни сақлаш ва ҳисобга олиш қоидалари билан танишиш;

- депозитар шартнома шартларига мувофиқ ўз депо ҳисобварағининг ҳолати ҳақида кўчирма олиш ва ўзининг депо ҳисобварағи бўйича депозитарий томонидан ўтказилган операциялар тўғрисида ҳисобот олиш.

Депонент қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ҳуқуқларга ҳам эга бўлиши мумкин. Депонент қуйидагиларга *мажбурдир*:

- ўзининг ваколатли шахсининг ваколати тугатилиши ёки ўзгариши тўғрисида депозитарийни хабардор қилиш;

- ўз реквизицтларидаги барча ўзгаришлар ҳақида депозитарийга хабар бериш;

- депозитарийнинг ёзма хабарлари тўғрилигини ва тўлаллигини текшириш, агар ноаниқликлар борлиги аниқланадиган бўлса, улар ҳақида депозитарийни ўз вақтида хабардор қилиш.

Депонент қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа мажбуриятларга ҳам эга бўлиши мумкин.

Бунда депозитарий қуйидаги ҳуқуқларга эгадир:

- белгиланган тартибда ҳужжатли қимматли қоғозларнинг ҳақиқийлигини текшириш;

- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда ҳужжатли қимматли қоғозларни инкассация қилиш ва ташиш;

- депонентларнинг топшириғига биноан уларга тегишли қимматли қоғозлар бўйича даромадларни ўтказиш;

- эгасининг ёзма топшириғига биноан акциядорларнинг умумий йиғилишида унинг манфаатларини ифодалаш;

- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда брокер миждозларининг қимматли қоғозларига бўлган ҳуқуқларни ҳисобга олиш.

Депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ҳуқуқларга ҳам эга бўлиши мумкин.

Депозитарий қуйидагиларга ҳақли эмас:

- ўзига сақлаш учун берилган мулкдан қимматли қоғозлар сифатида фойдаланиш ёки депо ҳисобварағидан депонентнинг рухсатисиз қимматли қоғозларни ўтказиш, қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳоллар бундан мустасно;

- ўзи чиқарган қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқ ҳисобини юритиш;

- қимматли қоғозлар билан ўзининг номидан ва ўз ҳисобидан битимлар тузиш, депозитарийнинг ўзи чиқарган қимматли қоғозларга доир битимлар бундан мустасно.

Агар қонун ҳужжатларида бошқача қоида назарда тутилмаган бўлса, Марказий депозитарий қуйидагиларга ҳам ҳақли эмас:

- қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларнинг ҳисобини юритиш, ушбу модданинг биринчи қисми олтинчи хатбошиси, ушбу Қонуннинг 48 ва 50-моддаларида назарда тутилган ҳоллар бундан мустасно;

- бошқа юридик ва жисмоний шахсларга молиявий ёрдам кўрсатиш;

- бошқа юридик шахсларнинг устав жамғармасида қатнашиш.

Депозитарий қуйидагиларга мажбурдир:

- ўзига сақлаш учун топширилган қимматли қоғозларнинг сақланишини таъминлаш;

- ҳар бир депонентга тегишли қимматли қоғозларнинг турлари, сони ва номинал қийматини ҳисобга олиб бориш;

- қимматли қоғозлар зиммасига мажбуриятлар юклатилган ҳоллар ва улар тугатилган ҳоллар ҳисобини юритиш;

- қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан белгиланган тартиб ва муддатларда депозитар операцияларга оид ҳужжатларни ўз архивларида сақлаш;

- депонентлар ҳисобварақлари бўйича операцияларни фақат депонентларнинг ёки уларнинг ишончли вакиллари ёзма топшириқлари асосида амалга ошириш, қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳоллар бундан мустасно;

- депо ҳисобварақлари ҳолатига ўзгартишлар киритишга асос ҳисобланувчи барча бирламчи ҳужжатларни сақлаш;

- депонентнинг қимматли қоғозларга мулк ҳуқуқи ва бошқа ашёвий ҳуқуқларини депо ҳисобварағидан тегишли кўчирма бериш билан тасдиқлаш;

- депо ҳисобварақларининг ҳолати ва ундаги қимматли қоғозларнинг мавжудлиги, уларнинг ҳаракати тўғрисидаги ахборотнинг махфийлигини таъминлаш, қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳоллар бундан мустасно;

- депо ҳисобварағи бўйича операцияларни қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи, монополияга қарши кураш давлат органи, шунингдек суд, суриштирув ва тергов органларининг қарорлари асосида, қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тугатиш;

- қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи, солиқ органи, монополияга қарши кураш давлат органи, шунингдек суд, суриштирув ва тергов органларининг талабига биноан ўзининг фаолиятига тааллуқли маълумотларни қонун ҳужжатларида белгилаб қўйилган тартибда ва доирада тақдим этиш;

- ўзига етказилган зарарларни суғурта қилдириш, махсус жамғармалар тузиш ёки қонун ҳужжатларида назарда тутилган бошқа йўллар билан қоплаш усуллари кўзда тутиш;

- ҳужжатли (нақд) акциялар ва корпоратив облигацияларни беғараз тарзда қабул қилинишини ва сақланишини ҳамда уларнинг ҳужжатсиз (нақдсиз) шаклга ўтказилиши бўйича зарур ҳаракатларни кўришни амалга ошириш.

Қимматли қоғозларнинг *номинал сақловчи* вазифасини бажаришда депозитарий яна қуйидагиларга ҳам *мажбурдир*:

- миждо билан тузилган шартномада тегишли кўрсатма мавжуд бўлган ҳолларда, ушбу шахс мазкур қимматли қоғозлар бўйича ўзига тегиши керак бўлган ҳамма тўловларни олишини таъминлашга қаратилган ҳаракатларнинг барчасини амалга ошириш;

- брокерлик фаолиятини амалга ошириш чоғида, қимматли қоғозлар юзасидан битимлар ва операцияларни фақат қимматли қоғозлар эгасининг топшириғига мувофиқ ва у билан тузилган шартномага кўра амалга ошириш;

- бошқа шахсларнинг топшириғига кўра ўзи сақлаб турган қимматли қоғозлар ҳисобини алоҳида ҳисобварақларда ҳисобга олиб бориши ва қимматли қоғозларни сақлаб туриш ҳақида топшириқ берган шахсларнинг талабларини қондириш мақсадида ушбу ҳисобварақларда доимо етарли миқдорда қимматли қоғозларга эга бўлиш.

Депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа мажбуриятларга ҳам эга бўлиши мумкин.

Депозитарийларда қимматли қоғозлар сақланишининг кафолати

Депозитарийларда қимматли қоғозларнинг сақланиши уларни қимматли қоғозларни сақлашга доир талабларга жавоб берадиган қимматли қоғозларни сақлаш жойларида сақлаш ва ҳисобга олиш рўйхатларини депозитар операциялар стандартларига мувофиқ ҳолда юритиш орқали таъминланади.

Марказий депозитарийда сақланаётган ва ҳисобга олинаётган қимматли қоғозларнинг сақланиши шунингдек Марказий депозитарийнинг маълумотлари мажмуида қўшимча сақлаб турилиши, техник тизимларда узилиш юз берганда ва қутилмаган вазиятлар вужудга келганда Марказий депозитарий маълумотлари мажмуини тезкор тиклаш орқали таъминланади.

Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи қимматли қоғозларнинг депозитарийларда сақланиши ва уларга бўлган ҳуқуқ ҳисоби юритилиши ишончилигини таъминлашга доир қўшимча талабларни белгилаши мумкин.

Депозитарийнинг жавобгарлиги

Депозитарий қуйидаги ҳолларда ўз депонентлари олдида қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда жавобгардир:

- депо ҳисобварақларида қимматли қоғозлар эгалари ва уларга тегишли қимматли қоғозлар тўғрисидаги ёзувлар йўқотилганда. Депозитарий ўз ҳисобидан йўқотилган ёзувларни тиклайди;

- депонентларнинг ҳужжатли қимматли қоғозлари депозитарийнинг сақлаш жойларида тегишлича сақланмаганлиги оқибатида улар йўқотилган ёки яроқсиз ҳолга

келганда. Депозитарий кўрсатилган қимматли қоғозларни тайёрлашга кетадиган харажатларни қоплайди ёки ўз ҳисобидан янгиларини тайёрлайди;

- қимматли қоғозлар чиқарилганлигини тасдиқлайдиган ҳужжатларни ва ҳисобга олиш рўйхатларидаги ёзувларни лозим даражада сақламаганда ва бу уларнинг йўқолиши ёки яроқсиз ҳолга келишига сабаб бўлганда. Депозитарий ўз ҳисобидан кўрсатилган ҳужжатларни ва қимматли қоғозларнинг ҳисобга олиш рўйхатларини тиклайди;

- депонентларга тегишли қимматли қоғозларга эгалик ҳуқуқи ўз вақтида ва лозим даражада ҳисобга олинмаганда. Депонентга тегишли қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқни ўз вақтида ва лозим даражада ҳисобга олинмаган ҳолда депонентни депозитарий шартномасида белгиланган тартибда унга кўрсатилган хизматлар учун тўловлардан озод қилади;

- унинг ҳаракати ёки ҳаракатсизлиги депонент ўзига тегишли қимматли қоғозлар билан боғлиқ ҳуқуқларини амалга ошира олмаслигига олиб келганда. Депозитарий депонентга зарарни, шу жумладан бой берилган фойдани тўла ҳажмда тўлайди;

- депозитар шартнома шартларини бузганда.

Қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиш тизими

Қимматли қоғозлар эгалари *реестрини юритиш тизими* – қоғоз кўринишида ва/ёки маълумотларнинг электрон базаси ёрдамида қайд қилинган қимматли қоғозлар эгалари ва номинал сақловчилар идентификациясини таъминловчи, қимматли қоғозлар эгалари реестрини тузиш, шунингдек реестрда рўйхатга олинган шахслардан ахборотларни олиш ва юборишга имкон яратувчи маълумотларнинг мажмуи тушунилади.

Реестр юритиш тизимида қимматли қоғозларнинг эгаси ёки номинал сақловчининг рўйхат рақами унинг депонентлар ягона базасида рўйхатга олинган шахс коди ҳисобланади.

Акциялар ва корпоратив облигациялар муносабатларида қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиш мажбурий ҳисобланади.

Қимматли қоғозлар эгалари реестри рўйхатдан ўтказилган қимматли қоғозлар эгаларининг белгиланган санада шаклланган рўйхати бўлиб, уларга қарашли эгаси ёзилган қимматли қоғозларнинг миқдори, номинал қиймати ва тоифаси ушбу рўйхатда кўрсатилади.

Қимматли қоғозларнинг эгалари реестрини шакллантириш марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажарувчи Марказий депозитарий томонидан Марказий депозитарий ва депозитарийлар-номинал сақловчилар депонентлари депо ҳисобварақларининг белгиланган санадаги ҳолати тўғрисидаги маълумотларни тўплаш ва қайта ишлаш йўли билан амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиши мажбурий ҳисобланган эмитент Марказий депозитарий билан реестр юритиш бўйича шартнома тузишга ва Марказий депозитарий билан бевосита, ёки трансфер-агент орқали қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда ҳамкорлик юритишни таъминлашга мажбур.

Марказий рўйхатга олувчи

Марказий депозитарий марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажаришда қуйидагиларга *ҳақли*:

- қимматли қоғозларнинг номинал сақловчиларидан қимматли қоғозлар эгалари реестрини шакллантириш учун зарур маълумотларни сўраш ва олиш;

- эгалари Марказий депозитарийнинг мижозлари ҳисобладиган қимматли қоғозлар бўйича битимларни рўйхатга олиш;

- эмитент билан қимматли қоғозлар эгалари ва номинал сақловчиларни эмитент умумий йиғилишининг чақирилиши ёки унинг қимматли қоғозлари бўйича даромад тўлови муносабати билан хабардор қилиш бўйича шартнома тузиш.

Марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажариш вақтида Марказий депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ҳуқуқларга ҳам эга бўлиши мумкин.

Марказий депозитарий марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажаришда қуйидагиларга *мажбур*:

- қимматли қоғозлар эгалари реестрини шакллантиришни таъминлаш;
- маълум санада шакллантирилган қимматли қоғозлар эгалари реестрларини сақлаш;
- қимматли қоғозлар эгалари реестрини юритиш тизимига тааллуқли ахборотни ушбу қонунга мувофиқ тақдим этиш;
- реестр юритиш тизимига тааллуқли ахборотнинг махфийлигини таъминлаш.

Марказий рўйхатга олувчи вазифасини бажариш вақтида Марказий депозитарий қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа мажбуриятларни ҳам киритиши мумкин.

Марказий рўйхатга олувчи номинал сақловчи томонидан тақдим этилган қимматли қоғозлар эгалари реестрини шакллантириш учун зарур маълумотларнинг ишончилиги учун жавобгар эмас.

Қимматли қоғозларни номинал сақловчи

Қимматли қоғозларни *номинал сақловчи* – қимматли қоғозларнинг эгаси бўлмагани ҳолда, бошқа шахснинг (қимматли қоғозлар эгаси ёки вакил қилинган шахснинг) топшириғига мувофиқ қимматли қоғозларни сақлаш, ҳисобга олиш ва уларга бўлган ҳуқуқларни тасдиқлашни амалга оширувчи реестр юритиш тизимида рўйхатга олинган депозитарий.

Қимматли қоғозларни номинал сақловчи мижозларининг қимматли қоғозлари унинг кредиторлари фойдасига ундириб олиниши мумкин эмас.

Номинал сақловчи марказий регистраторнинг талабига биноан ўзи номинал сақловчи ҳисобланган қимматли қоғозлар эгалари тўғрисидаги қимматли қоғозлар эгалари реестрини шакллантириш учун зарур маълумотларни белгиланган санага қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда тақдим этишга мажбур.

Номинал сақловчи ўзида ҳисоби юритилаётган қимматли қоғозлар ва уларнинг эмитентлари реквизитларига марказий регистратордан олинган маълумотлар асосида ўзгартиришлар киритади.

Номинал сақловчи реестр юритиш тизимига тааллуқли ахборотларнинг ишончилиги, тўлалиги ва ўз вақтида марказий регистраторга тақдим этилиши юзасидан жавобгарликка эга.

Қимматли қоғозлар бозорига оид қонун ҳужжатларини бузганлик учун жавобгарлик

Қимматли қоғозлар бозорига оид қонун ҳужжатларининг бузилишида айбдор шахслар белгиланган тартибда жавобгар бўладилар.

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари эмитентлар билан ишлаган чоғидаги жавобгарлиги

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари қонунчиликка мувофиқ инвесторлар олдида уларга етказилган зарар учун қуйидаги ҳолатлар бўйича мулкый жавобгар:

- инвесторлар талабига асосан қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонунчиликда белгиланган маълумотларни тақдим қилмаслик ёки нотўғри маълумотлар тақдим қилиш;
- қимматли қоғозлар эмиссиясининг белгиланган тартибини бузиш;
- қимматли қоғозларнинг инсофсиз рекламасини амалга оширганлик, қимматли қоғозларнинг қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда рўйхатдан ўтказилмаган

чиқарилишининг рекламаси, шунингдек муомалада бўлиши қонун билан тақиқланган қимматли қоғозларнинг рекламаси учун;

- инвесторлар билан уларнинг қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳуқуқларини чеклайдиган, эмитентлар ва қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг жавобгарлигини чеклайдиган шартномаларни тузиш;

- аниқланган ҳийла-найранг ишлатиш фактлари ва қимматли қоғозлар бозоридаги бошқа қоидабузарликлар, шунингдек қимматли қоғозлар, қимматли қоғозларнинг эмитентлари, қимматли қоғозларга доир нархлар тўғрисида, шу жумладан рекламада қасддан бузиб кўрсатилган ахборотни тақдим этиш йўли билан инвесторларни қимматли қоғозларни сотиб олиш ва сотишга даъват қилганлик учун;

- инвесторлар билан тузилган шартномалар шартларини бажармаганлик ёки лозим даражада бажармаганлик, шунингдек инвестор билан тузилган шартномада қайд этилганидан фарқ қиладиган шартларда битим тузганлик учун.

Саволлар

1. Инвестиция институтлари қимлар?
2. Инвестиция институтларининг қайси фаолият турларини биласиз?
3. Инвестиция институтлари молия бозорида қандай аҳамиятга эга?

Топшириқлар

1. Инвестиция институтларининг молия бозоридаги ролини таҳлил қилинг (жаҳон ва Ўзбекистон амалиёти бўйича).
2. Ўзбекистонда инвестиция институтларининг фаолият механизмини ўрганинг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

4. Молия бозорларида давлат молия институтларининг фаолияти ва роли

Умуман олганда, давлат молия бюджет ташкилотлари – бу молиянинг алоҳида фаолият соҳаси бўлиб, молия бозори орқали давлатнинг молиясини бошқариш негизида иқтисодий сиёсатни (монетар ва фискал) мамлакат иқтисодиёти манфаати йўлида амалга оширувчи молиявий институтлар ҳисобланади. Бундай институтларга Молия вазирлиги, Давлат Ғазнаси, Марказий банк, маҳаллий ҳокимият органлари, молия (ёки қимматли қоғозлар) бозорини тартиблаштирувчи ваколатли давлат органи (баъзи мамлакатларда бу орган молия бозори макрорегулятори (мегарегулятори) мақомига эга) киради. Уларнинг ҳар бири ўзига мос сиёсатни амалга ошириш мақсадида молия бозорида фаолият юритади.

Давлат молия институтлари фаолиятининг мақсади, вазифалари, функцияси, фаолият механизми, ҳосса ва хусусиятлари эвазига молия бозори таркибида алоҳида сегмент – давлат капитали ва хизматлари бозори фаолият юритади ва ривожланади. Бунда улар кредит-пул, бюджет-солиқ, инвестиция, эмиссия сиёсатларини юритувчи, демак давлатнинг молиявий инструментлари ва ресурслари билан боғлиқ операциялар институтлари ва давлат регулятори, давлатнинг молиявий ресурслари ва инструментлари аккумулятори ва мос равишда йирик инвестициялар манбаи, институционал инвестор, профессионал эмитент ва воситачи сифатида намоён бўлади.

Кўриниб турибдики, давлатнинг бундай молия институтлари банклар, суғурта компаниялари ва инвестиция институтлари билан бирга молия бозорининг профессионал, ўта зарур, фойдали ва энг салмоқли на фақат қатнашчиларидан, балки регулятори ҳисобланади.

Бу эса молия бозорининг рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик, молиявий ҳавфсизлик даражасини кўтаришга, бошқа ҳар қандай қатнашчилари фаолиятининг кафолати сифатида, самарали инвестицион ҳажмини ва жараёни сифатини оширишга хизмат қилади.

Шундай қилиб, давлатнинг ваколатли молия институтлари умуман иқтисодиётда, хусусан молия бозорида қуйидаги ролларни бажаради:

- монетар (кредит-пул) ва бюджет-солиқ (фискал) сиёсатларини мамлакатнинг иқтисодий ва ижтимоий ўсиши йўлида уйғунликда таъминловчи регулятив институтлар;
- давлат эҳтиёжлари ва иқтисодиёт субъектлари учун пул, валюта, кредит, бошқа молиявий инструментлар ва ресурслар билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал тарзда фаолият юритувчи институтлар;
- молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори, йирик инвестициялар манбаи;
- институционал инвестор (белгиланган тартибда);
- пул (фақат Марказий банк) ва давлат қимматли қоғозлари эмитенти (белгиланган тартибда);
- ваколатли давлат компаниялари (масалан, Марказий депозитарийси, бюджетдан ташқари фондлари ва ҳ.к. компаниялари) ва ташкилотлари (Давлат мулки Қўмитаси, Давлат солиқ ва божхона Қўмиталари, ташқи иқтисодий фаолият вазирлиги ва ҳ.к.) орқали молия бозорига регулятив таъсир қилувчи ва профессионал хизмат кўрсатувчи институт ва ҳ.к.

Молия бозорида давлат ўзининг қимматли қоғозлари эмитенти ва зарур объектларни молиялаштирувчи сифатида қуйидаги мақсадларни кўзлайди:

- жорий бюджет дефицитини (камамадини) молиялаштириш;
- аввал чиқарилган қарз мажбуриятларини сўндириш;
- давлат бюджетининг касса ижросини таъминлаш;
- солиқ тўловларининг нотекис тушумини текислаш;
- тижорат банкларини ликвид резерв активлар билан таъминлаш;
- давлат ва маҳаллий ҳокимият органлари томонидан амалга оширилаётган мақсадли лойиҳа дастурларини молиялаштириш;
- ижтимоий аҳамиятга эга ташкилот ва муассасаларни қўллаб-қувватлаш ва ҳ.к.

Айтиш жўизки, пул эмиссияси ҳам давлат сиёсатининг инструменти (солиққа тортиш даражаси ва давлат ҳаридлари сингари) ҳисобланади. Ушбу функцияни Марказий банк амалга оширади. Бунда у қуйидаги регулятив инструментларда фойдаланади: очик молия бозорларидаги операциялар, банклар учун мажбурий резерв миқдорини белгилаш, қайта молиялаштириш ставкасини ўрнатиш.

Умуман олганда, давлат ўз ҳаражатларини молия бозори орқали қуйидаги уч усул билан молиялаштириши мумкин: солиқ тушумларини ошириш, аҳолидан қарз маблағларини жалб қилиш, қўшимча пул чиқариш (инфляция ҳавфини ҳисобга олган ҳолда).

Саволлар

1. Давлат молия институтларининг молия бозоридаги қандай фаолият турларини биласиз?
2. Давлат молия институтларининг молия бозоридаги роли нимадан иборат?

Топшириқлар

1. Ўзбекистон давлат молия институтларининг миллий молия бозордаги ролини таҳлил қилинг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

5. Молия бозорларида халқаро молия институтларининг фаолияти ва роли

Умуман олганда, халқаро молия ташкилотлари – бу жаҳон молияси-нинг интеграллашган фаолият соҳаси бўлиб, жаҳон ва миллий молия бозор-лари орқали иқтисодий, молиявий, савдо, ижтимоий жабҳаларда жаҳон гло-баллашуви йўлида амалга оширувчи молиявий институтлар ҳисобланади. Бундай институтларга Бирлашган миллатлар ташкилоти (БМТ) ҳузуридаги Жаҳон банки, Халқаро молия корпорацияси, Умумжаҳон савдо ташкилоти, Халқаро валюта фонди киради. Шулар қаторида бошқалари ҳам мавжуд: Европа банки, Осиё банки, Халқаро ҳисоб-китоблар банки (BIS), Иқтисодий

хамкорлик ва ривожланиш ташкилоти (ИХРТ), IOSCO ва ҳ.к. Халқаро даражадаги трансмиллий корпорациялар, холдинглар, молия-саноат гуруҳлари ҳозирда санаб ўтилган ташкилотлар билан бирга жаҳон молия бозорининг асосий қатнашчиларидан ҳисобланади. Уларнинг ҳар бири ўзига мос фаолиятни амалга ошириш мақсадида молия бозорларида фаолият юритади.

Халқаро молия институтлари фаолиятининг мақсади, вазифалари, функцияси, фаолият механизми, ҳосса ва хусусиятлари эвазига молия бозор-лари таркибида алоҳида сегмент – халқаро капитали ва хизматлари бозори фаолият юритади ва ривожланади. Бунда улар давлатларнинг кредит-пул, бюджет-солиқ, инвестиция, эмиссия сиёсатларини юритилишида, демак давлат ва ўзларининг ҳамда бошқа субъектларнинг молиявий инструмент-лари ва ресурслари билан боғлиқ операциялар институтлари ва маълум маънода халқаро регулятор, халқаро молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори ва мос равишда йирик инвестициялар манбаи, институционал инвестор, профессионал эмитент ва воситачи сифатида намоён бўлади.

Шундай қилиб, халқаро молия институтлари умуман жаҳон иқтисодиётида, хусусан молия бозорларида қуйидаги ролларни бажаради:

- жаҳонда глобаллашув жараёнлари ривожланишини таъминловчи ва давлатларнинг бозорларига ташқи омил сифатида таъсир кўрсатувчи институтлар;
- жаҳон молия бозори қатнашчилари сифатида валюта, кредит, бошқа молиявий инструментлар ва ресурслар билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал тарзда фаолият юритувчи институтлар;
- давлатлар томонидан мамлакатда монетар (кредит-пул) ва бюджет-солиқ (фискал) сиёсатларини халқаро глобаллашув қонуниятларига мос иқтисодий ва ижтимоий ўсиши йўлида уйғунликда таъминлашга ёрдам берувчи институтлар;
- халқаро миқёсда регулятив нормаларни белгиловчи институтлар;
- халқаро даражадаги молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори, йирик халқаро инвестициялар манбаи;
- халқаро даражадаги институционал инвестор;
- халқаро қимматли қоғозлар эмитенти.

Иқтисодий ҳамкорлик ва ривожланиш ташкилотининг (ИХРТ) қимматли бозорлари фаолиятини стандартлаштиришга оид халқаро ўтгизлик гуруҳи тавсияларини (2003 йилдан бошлаб уларнинг сони 1985 йилдаги 9-тадан 20-тага етган) келтириш жоиз. Бу тавсиялар (қуйидаги жадвалларга қаралсин) асосан халқаро ҳисоб-китобларни, савдо операциялари ва депозитар ҳисобларни самарадорлигини оширишга ва кўпроқ стандартлаштиришга, рисклар даражасини пасайтиришга йўналтирилган бўлиб ҳар бир мамлакатда марказий депозитарийни бўлишини кўзда тутлади.

№	Тўққизта тавсия, 1985 йил
1a	Бозорнинг бевосита қатнашчилари (фонд биржасидаги брокерлар ва дилерлар) ўртасидаги битишувларни солиштириб текшириш T+1 кунига амалга оширилиши зарур
1d	Битишувларнинг солиштирилиб бажарилган деталлари ҳисоб-китоблар тизими билан боғланган бўлиши лозим
2	Бозорнинг билвосита қатнашчилари (институционал инвесторлар ва битишувларнинг бошқа қатнашчилари) битишувлар деталлари бўйича тасдиққа T+1 кунига эришиши лозим
3a	Ҳар бир мамлакат ривожланган ва самарали фаолият юритувчи ягона Марказий депозитарийсига эга бўлиши шарт.
3b	Депозитар инструментлар турининг сони иложи борича кенг бўлиши лозим

3c	Молиявий инструментлар максимал даражада дематериаллаштирилган бўлиши мақсадга мувофиқ
3d	Агар бир бозорда бир нечта ҳисоб-китоб-клиринг депозитарийлари бўлса, унда уларнинг фаолияти ва меъёрлари ўзаро мослаштирилган бўлиши лозим. Бундан мақсад – ҳисоб-китоблардаги рискларни пасайтириш ҳамда маблағлар ва ўзаро кафолатларни самарали ишлатилишига эришиш.
4	Ҳар бир мамлакатга ҳисоб-китоблар бўйича рискни пасайтиришни реал вақтдаги брутто ҳисоб-китоблар тизимини ёки Ламфалусси ³⁴ тавсияларига мос келувчи битишувлар бўйича ўзаро ҳисоб-китоблар тизимини жорий ыилиш йўли тавсия этилади.
5	“Тўлов бўйича етказиш” тамойили қимматли қоғозлар билан боғлиқ битишувлар бўйича ҳисоб-китоблар усули сифатида қўлланилиши лозим. Ушбу тамойил қуйидагича белгиланади: бир вақтнинг ўзида, охиригача, қайтарилиб олинмайдиган ва тезкор йўл билан қимматли қоғозларни бир кун ичида пулга узлуксиз асосда алмаштириш.
6	Қимматли қоғозлар билан боғлиқ битишувларни бажаришдаги пул тўловлари барча молиявий инструментлар бўйича бир ҳилда ва бозорлар бўйича “ўша кун ичидаёқ” маблағларни кўчириш тўғрисидаги келишув асосида амалга оширилиши лозим.
7a	“Кунлик бажарилиш тизими” барча бозорларда қабул қилиниши лозим.
7b	Битишувларни натижавий бажарилиши T+3 кундан кечикмасдан содир этилиши лозим.
8a	Қимматли қоғозлар бўйича битишувларга оид ҳисоб-китобларни тезлаштирувчи усул сифатида қимматли қоғозларни қарзга беришни қўллаб-қувватлаш лозим.
8b	Ушбу амалиётни чекловчи қонуний ва фискал тўсиқларни олиб ташлаш лозим.
9a	Қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар бўйича ҳужжат алмашинуви учун стандартлаштириш бўйича Халқаро ташкилот стандартлари (ISO 7775) қабул қилиниши лозим.
9b	Мамлакатлар ISO 6166 стандартига мос равишда қимматли қоғозларни нумерациялашнинг ISIN тизимини қўллаши лозим.

Манба: Хоруджий Сергей, <http://www.horuz.narod.ru/f r N2R2000. htm>.

№	20-га тавсия, 2003 йил.
	<i>Ўзаро мос операциялар глобал тармоғини тузиш.</i>
1.	Автоматлаштирилган коммуникацияларни жорий қилиш асосида қоғозли ҳужжатлар алмашинувини йўқ қилиш.
2.	Маълумотлар стандартлари ва протоколларини гармонизациялаштириш.
3.	Информацияни очиб беришнинг тавсия этилаётган стандартларини ишлаш чиқиш ва жорий қилиш.
4.	Турли ҳисоб-китоб депозитар тизимлар ва улар билан боғлиқ тўлов ва дилинг тизимлари ўртасидаги вақт ораликларини синхронлаштириш.
5.	Институционал инвесторлар битишувлари бўйича солиштириб текширишни

³⁴ Ўнта давлат гуруҳи марказий банкларининг банклараро неттинг схемалари бўйича Қўмита ҳисоботи (Lamfalussy ҳисоботи), 1990, (Bank for International Settlements - BIS)

	автоматлаштириш ва стандартлаштириш.
6.	Марказий ҳисоб-китоблар ташкилотларидан фойдаланишни кенгайтириш.
7.	Ҳисоб-китобларни тезлаштириш учун қимматли қоғозлар бўйича қарз ва гаровга беришни руҳсат этиш.
8.	Активлар бўйича хизмат кўрсатиш жараёнларини автоматлаштириш ва стандартлаштириш. Бу ўз ичига қуйидагиларни олади: корпоративные ҳаракатлар, солиқ имтиёзларидан фойдаланиш, норезидентлар томонидан қимматли қоғозларга эгалик қилишни чеклаш.
	<i>Рискларни юмшатиш.</i>
9.	Клиринг ва ҳисоб-китобларни амалга оширувчи ташкилотларнинг молиявий барқарорлигини таъминлаш.
10.	Ҳисоб-китоб ва депозитар ташкилотлар мижозларининг рискларини бошқарилилишини кучайтириш.
11.	Активларни бир вақтнинг ўзида ва натижавий кўчиришни ҳамда уларга осон эга бўлишни таъминлаш.
12.	Форс-мажор ҳолатларда фаолиятни самарали режалаштириш ва амалга оширилишини таъминлаш.
13.	Тизимли аҳамиятга эга бўлган ташкилотларда мумкин бўлган носозликларни мавжуд эканлигига эътибор бериш лозим.
14.	Контрактларни мажбурий бажариш эҳтимолини баҳолашни кучайтириш.
15.	Қимматли қоғозларга бевосита (тўғри) ва билвосита эгалик бўйича қонуний аниқликни ошириш.
16.	Натижавий неттинг тартибини ва битишувни ниҳоясига етказмаслик чоғида вужудга келувчи зарарни баҳолашнинг ривожланган тизимини тан олиш ва қўллаб-қувватлаш.
	<i>Бошқарилиш даражасини ошириш</i>
17.	Клиринг ва депозитарий ташкилотлари раҳбарлари томонидан тегишли малака ва тажрибага эга бўлган шахсларни тайинланилишини таъминлаш.
18.	Клиринг ва ҳисоб-китоб тармоқларига эркин киришни таъминлаш.
19.	Ҳисоб-китоб ва депозитар ташкилотлар муассислари манфаатларига нисбатан мажбурий ва самарали диққат-эътиборни таъминлаш.
20.	Ҳисоб-китоб ва депозитар операцияларни амалга оширувчи ташкилотларни мунтазам мувофиқлаштириш ва назорат қилинилишини рағбатлантириш.

Жадваллардан кўришиб турибдики, бу тавсиялар молия бозорлари сифати ва самарадолигини оширишга қаратилган.

Умуман олганда, барча халқаро молия институтларининг фаолият матлаби миллий молия тизимларини барқарорлаштириш ва глобаллашув сари ривожлантиришга қаратилган.

Саволлар

1. Халқаро молия институтлари молия бозорларида қандай фаолиятлар юритади?
2. Халқаро молия институтларининг молия бозоридаги роли нимадан иборат?
3. Халқаро ўттизлик гуруҳининг 20 тавсияси нимага керак?
4. Қандай йирик халқаро молия институтларини биласиз?

Топшириқлар

1. Асосий халқаро молия институтларининг инвестицион фаолиятини таҳлил қилинг.
2. Халқаро молия институтларининг регулятив фаолиятини тавсифланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

МАВЗУ-7 . МОЛИЯ БОЗОРИ САВДО ТИЗИМЛАРИ, УЛАРНИНГ ФАОЛИЯТИ ВА РОЛИ

Режа:

1. Молия бозорларининг савдо тизимлари ва уларнинг иқтисодийдаги роли.
2. Биржалар ва уларнинг фаолияти.
3. Электрон савдо тизимлари ва уларнинг фаолияти.

Ҳозирда молия бозори савдо тизимлари – молиявий инструментлар-нинг (пул, кредитлар, валюта, қимматли қоғозлар) бозор муомаласи жараёнларини ташкиллаштирувчи шакллар, усуллар ва нормалар (тегишли тартиб-қоидалар, қонуний-меъёрий ҳужжатлар), традициялар (жумладан этик нормалар), тамойиллар ҳамда ушбу жараёнларни нормал кечишига ҳизмат кўрсатувчи профессионал қатнашчилар 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 (ҳорижий ЭКВ) савдоси тизимлари;
- кредитлар савдоси тизимлари;
- суғурта инструментлари (полислари) савдоси тизимлари;
- молиявий (валюта) қийматга эга бўлган антиквариат ва ювелир буюмлари, қимматбаҳо металл ва тошлар ҳамда ноёб (камёб) элементлар (радиактив) савдоси тизимлари.

Пул воситлари савдоси банклар томонидан амалга оширилади. Бунда банкларнинг маҳсулотлари савдо марказлари (уйлари) ҳам бўлиши мумкин.

Валюталар савдоси тизими мисолида *FOREX* халқаро электрон тизимини ва валюта алмаштириш шаҳобчалари мажмуасини келтириш мумкин.

Кредит ресурслари банклараро кредит бозорларида савдо қилинади, банклар ва кредит ташкилотларида (иттифоқларида) олди-бердиси амалга оширилади.

Суғурта полислари суғурта компаниялари томонидан андеррайтерлар ва агентлар ёрдамида сотилади.

Валюта қийматига эга бўлган антиквариат ва ювелир буюмлари маҳсус аукционларда савдо қилинади. Бунда ломбардлар ҳам иштирок этади.

Қимматбаҳо металл ва тошлар ҳамда ноёб элементлар маҳсус аукционларда савдо қилинади.

Молия бозорининг энг катта савдо тизимларидан қимматли қоғозлар (фонд) биржалари ва биржадан ташқари электрон савдо тизимлари ҳисобланади. Булардан ташқари қимматли қоғозлар бозорида маҳсус фонд дўконлари, Интернет-брокер (Интернет-трейдер) тармоқлари, “чакана кўча” ва ёки андеррайтерлик (чакана савдо) тармоқлари мавжуд.

Қимматли қоғозлар бозорида ва унинг савдо тизимларида турли битимлар тузилади. Бундай битимлар доирасида турли операциялар бажарилади.

Инвесторлар томонидан сотиб олинган қимматли қоғозлар биржа бозорлари ва биржадан ташқари бозорларда қа йта сотилиши мумкин. Инвесторлар қимматли қоғозларга доир битимларни қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари орқали ҳам, мустақил ҳолда ҳам амалга оширишлари мумкин.

Хусусийлаштириш жараёнида акцияларга оид битимлар биржадан ташқари бозорда мустақил суръатда, инвестиция воситачилари иштирокисиз ҳукумат белгилайдиган тартибда амалга оширилиши мумкин.

Қимматли қоғозларга доир бошқа битимлар қонунчиликда белгиланган тартибда амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг қимматли қоғозлар бозорида операцияларни амалга оширишларига улар тегишли лицензияга эга бўлсалар рухсат этилади.

Қимматли қоғозлар бозорида амалга ошириладиган ва уларнинг нархи, эгаси, даромад келтириш даражаси ўзгариши, шунингдек қимматли қоғозлар юзасидан қилинадиган ўзаро ҳисоб-китоблар билан боғлиқ ҳар бир битим қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда рўйхатдан ўтказилиши лозим.

Фонд биржалари, фонд бўлимини ташкил қилган бошқа биржалар ва қимматли қоғозлар билан биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси савдоларида тузилган қимматли қоғозлар бўйича битимлар улар томонидан тасдиқланган ва қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган қоидаларга асосан рўйхатга олинади.

Ташкилий йўсинда йўлга қўйилган бозорда олди-сотди битимлари тузиш чоғида битим тузиш ва унга оид ҳисоб-китоблар санаси ўртасидаги вақт қимматли қоғозлар бўйича савдолар ташкилотчиси қоидалари, бошқа ҳолларда эса олди-сотди шартномалари асосида белгиланади. Белгиланган муддатлар бузилган тақдирда битим ҳақиқий эмас деб ҳисобланади ва етказилган зарар учун битимнинг айбдор томони, агарда унинг айбдор эканлиги аниқланса, жавобгарлигига сабаб бўлади.

Қимматли қоғозлар бозорида савдоларни ташкил этиш маълум тартиб ва хусусиятларга эга.

Қимматли қоғозлар бозорида савдоларни ташкил этиш фонд биржалари, қонун ҳужжатларига мувофиқ фонд бўлимини ташкил қилган бошқа биржалар ҳамда қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдолар ташкилотчилари томонидан тегишли лицензия асосида амалга оширилади.

Акциялар ва корпоратив облигациялар билан шунингдек, уларнинг ҳосилалари юзасидан биржа савдоларини ташкил қилиш фонд биржалари, ҳамда марказлаштирилган тизимда қимматли қоғозларни ягона котировкасини таъминловчи, битимлар юзасидан ҳисоб ва ҳисоботни ягона тартибини таъминловчи фонд бўлимини ташкил қилган бошқа биржалар томонидан амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар бозорида (савдо тизимларида) нарҳлар котировкаси қуйидаги тартибда амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар нарҳини котировкалаш фонд биржалари томонидан марказлаштирилган тартибда, шунингдек биржадан ташқари бозорда дилерлар томонидан амалга оширилади.

Фонд биржалари қимматли қоғозлар нарҳини котировкалашни битим нарҳини, қимматли қоғоз курсини, қимматли қоғоз бўйича талаб ва таклиф нарҳини қайд қилиш, нарҳларнинг энг баланд ва энг паст даражаларини аниқлаш орқали амалга оширадилар.

Нарҳларни эмитентларнинг ўзлари котировкалашига йўл қўйилмайди.

Умуман олганда, қимматли қоғозлар бозорида савдо операциялари тўрт босқичда амалга оширилиши мумкин:

- битишувни (шартномани) тузиш;
- тузилган битишув параметрларини текшириш (солиштириш);
- қимматли қоғозлар бўйича клирингни амалга ошириш;

- битишув талабларини охиригача ижро қилиш (тўловни амалга ошириш ва қимматли қоғозларни янги эгасига бериш). Ушбу босқич ҳисоб-китоб тизими томонидан амалга оширилади.

Фонд бозори савдо тизимларида қимматли қоғозларнинг турларига қараб улар бўйича савдо шакллари, усуллари, методлари ва механизмлари маълум даражада фарқланиши мумкин. Шу муносабат билан савдо тизимларини қуйидагича таснифлаш мумкин:

- эмиссияланувчи қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- эмиссияланмайдиган қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- базавий қимматли қоғозлар савдоси тизими;
- базисли қимматли қоғозлар (деривативлар, яъни ҳосилавий қимматли қоғозлар) савдоси тизими;

Савдо тизимларини қимматли қоғозлар бозори сегментлари бўйича ҳам таснифлаш мумкин:

- бирламчи бор жойлаштирилдиган қимматли қоғозлар савдоси тизими (бирламчи бозор савдо тизими);
- иккиламчи бозор (спекулятив) савдо тизими.

Ушбу савдо тизимлари биржавий ва биржадан ташқари бозорларда мужассамлашган.

Юқорида айтилганлардан 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 нархларни 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 қафолатли бажарилишини таъминлаш;
- савдоларни очиқлик ва ошқоралик асосида ташкиллаштириш;
- савдо қатнашчилари томонидан этик нормаларга ва кодексига риоя қилинишини таъминлаш.

Савдо тизимларининг функцияси – бу ўзи орқали молиявий ресурсларни самарали ва объектив нархларда иқтисодиёт субъектлари ўртасида тақсимланишини ва қайта тақсимланишини таъминлаш.

Биржа товари – биржа савдоси объекти бўлиб, унинг сифатида турли стандартланган ва сертификатланган товарлар бўлиши мумкин, масалан, қимматли қоғозлар, ҳом-ашёлар, мулк, кредит, валюта ва ҳ.к.

Савдо тизимлари томонидан товарларга маълум талаблар қўйилади: стандартлилик, бир хил сифат (сертификатланган), бир товарни бошқа партиядегиси билан алмашувчанлиги, товарнинг миқдор ўлчамлилиги.

Савдо механизми товарнинг объектив (реал) нарҳини (баҳосини, котировкасини) талаб ва таклифга боғлиқ тарзда белгилайди.

Умуман олганда, молия бозори савдо тизимлари товарларнинг сифат даражасини бозор савдоси қатнашчилари томонидан савдо жараёнида барқарорлигини таъминланилишини тартиблаштиради.

Саволлар

1. Молия бозори савдо тизими тушунчаси қандай талқин қилинади?
2. Савдо тизимларининг қандай турларини биласиз?
3. Қандай савдо тизимларида қандай битишувлар тузилади?
4. Савдо тизимларида операцияларнинг қандай босқичлари мавжуд?
5. Савдо тизимлари қайси белгилар бўйича таснифланади?

6. Савдо тизимларининг вазифалари ва функцияси нималардан иборат?
7. Молия бозори савдо тизимларининг садо объектлари бўлиб нималар ташкил этади?
8. Товарларга қандай талаблар қўйилади?
9. Котировка нима?

Топшириқлар

1. Жаҳон молия бозори савдо тизимлари ва уларнинг товарлари муомаласи тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

2. Биржалар ва уларнинг фаолияти

Мазмуни ва тушунчалар

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 қўмаклашувчи механизм;

- қимматли қоғозлар савдосини ташкиллаштирувчи ва бунда савдо қатнашчилари учун етарли ва қулай шароитлар яратувчи юридик шахс;

- қимматли қоғозларга бўлган талаб ва таклифга биноан белгиланган тартиб-қоида (давлат қонунлари ҳамда биржа Устави ва ички меъёрий ҳужжатлари), очиклик ва ошкоралик асосида савдоларни маълум вақтда ўтказадиган жой (савдо майдони);

- қимматли қоғозларнинг бозор курсини (нарҳини) белгиловчи, мунтазам ва очик тарзда жорий биржа котировкаларини эълон қилиб борувчи ташкилот.

Демак, **Фонд биржаси** – қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси бўлиб унинг фаолияти предмети фонд бозорининг профес-сионал иштирокчилари учун муайян жойда ва белгиланган вақтда қимматли қоғозлар бўйича савдоларини ташкил қилиш, уларнинг бозор нарҳларини (қимматли қоғозларга бўлган талаблар ва таклифлар ўртасидаги мувозанатни акс эттирувчи нарҳларни) аниқлаш, улар юзасидан мувофиқ маълумотларни тарқатишдан иборат.

Биржавий фаолият ўзида биржа хоссалари асосида қимматли қоғозларнинг биржа бозорини ташкиллаштиришга йўналтирилган ҳарактлар мажмуасини ифодалайди.

Фонд биржаси фазосини уч зонага ажратиш мумкин:

- биржанинг ўзига (хўжалигига);

- брокерлик идоралари ва биржа аъзолари ваколатхоналарига;

- мижозлар зонасига.

Биржавий фаолият тамойиллари савдо тизимлари тамойилларига мос.

Жаҳон амалиётида биржалар тижорат ва нотижорат ташкилотлар шаклида ташкил этилади.

Биржа савдоларида фақат биржа аъзолари қатнашади.

Биржа листинги – бу қимматли қоғозларни биржа бюллетенига киритилиши билан биржа савдосига руҳсат бериш процедураси. Биржа листингини ўтказиш тартиби биржа савдолари тартиби билан белгиланади.

Биржа аъзолари – бу биржа томонидан ўрнатилган тартибда биржадан брокерлик жойини олган (ёки сотиб олган) юридик шахслар. Давлат органлари ва уларнинг хизматчилари биржа аъзоси бўла олмайди. Биржа аъзоларининг ҳуқуқ ва мажбуриятлари тегишли қонун ҳужжатлари, биржа Устави ва биржа савдоси тартиблари билан белгиланади.

Брокерлик жойи (ўрни) – бу биржа савдолари ва биржа фаолиятида қатнашиш ҳуқуқи. Бу ҳуқуқ одатда биржа аъзоси томонидан сотиб олинади.

Биржа савдолари – бу биржа томонидан ўтказиладиган қимматли қоғозлар савдолари. Биржа савдоси марказлашган тарзда барча қатнашчиларга савдода бир вақтнинг ўзида иштирок этиш имкони билан ўтказилади.

Биржа операцияси – бу қимматли қоғозлар бўйича биржа воситачилари (брокерлар) ўртасида тузилган стандарт битишув (шартнома).

Биржа шартномаси – бу биржа томонидан рўйхатга олинган биржа савдоси натижаси асосидаги нарх ва миқдорда белгиланган қимматли қоғозлар бўйича олди-сотти шартномаси. Биржа шартномалари биржа номидан ва ҳисобидан амалга оширилмайди.

Биржа шартномалари қатнашчилари – бу биржа аъзолари. Шартномалар брокерлик ва дилерлик асосида тузилиши мумкин.

Ҳисоб-клиринг хизмати – бу биржа ёки махсус клиринг ташкилоти томонидан биржа аъзоларига қимматли қоғозлар билан боғлиқ биржа савдоси жараёнида содир бўладиган ўзаро ҳисоб-китоб операциялари бўйича кўрсатиладиган хизмат.

Биржа фаолияти механизми

Фонд биржаси ўз фаолиятида қонун ҳужжатларига, биржа уставига ҳамда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган биржа савдолари қоидаларига амал қилади.

Фонд биржаси қонунчиликка мувофиқ рўйхатдан ўтказилади ва у қимматли қоғозларга доир биржа фаолияти юритиш учун Давлат мулкани бошқариш бўйича ваколатли давлат органидан лицензия олади. Биржа фаолияти юритиш учун лицензия олмаган ташкилот бундай фаолият юртишга ҳақли эмас. Қонун ҳужжатларига мувофиқ фонд биржаларига қўйилган талабларга жавоб берадиган бошқа биржалар қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органининг ёзма ҳулосаси асосида ўзининг тузилмасида фонд бўлимларини тузишга ҳақли.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият олиб бориш ҳуқуқини берувчи рухсатнома (лицензияси) бўлган юридик ва жисмоний шахслар фонд биржаси муассислари 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.

Қимматли қоғозлар билан биржа савдосини амалга ошириш қоидалари биржанинг олий бошқарув органи томонидан қимматли қоғозлар бозорини бошқариш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган ҳолда тасдиқланади.

Қоидаларда қуйидагилар назарда тутилмоғи лозим:

- мазкур биржада қимматли қоғозлар олди-сотдиси принциплари;
- биржа олди-сотдиси қатнашчиларнинг таркиби ҳамда уларга қўйиладиган талаблар мажмуи;
- биржа савдоларининг жойи ва вақти тўғрисида маълумот;
- қимматли қоғозларни биржа олди-сотдисида 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 қоғозларни бошқариш 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, маслахат ва маълумот бюроларини ва уларнинг ишлари учун зарур бўлган бошқа муассасаларни таъсис этиш;
- ўз уставига мувофиқ биржа аъзолари тўлайдиган кириш ва жорий бадалларни белгилаб, ундириб олиш битимларни рўйхатга олганлик техник хизмат кўрсатганлик учун, доимий ва бир галги мижозлардан биржада бўлганлик учун ҳақ белгилаб, ундириб олиш, шунингдек биржа уставини, биржа йиғилишлари қоидаларини бузганлик, рўйхатдан ўтказиш йиғимини вақтида тўламаганлик учун жарима ва пенялар ундириб олиш;
- биржа букетлари, маълумотномалари, тўпламларини чоп этиш;
- назорат қилувчи органларнинг қонунга хилоф хатти-ҳаракатлари устидан суд тартибидеда шикоят қилишга ҳақлидир.

Фонд биржаси фаолиятининг молиявий таъминоти:

- фонд биржаси акциялари ва пайларини сотиш;
- фонд биржасидаги брокерлик ўринларини сотиш;
- фонд биржаси аъзолари мунтазам тўлаб борадиган аъзолик бадаллари;
- биржа битимларини рўйхатдан ўтказишда олинадиган йиғимлар;
- биржа уставига назарда тутилган ахборот хизмати ва бошқа оид хизматлар кўрсатишдан келадиган даромадлар ҳисобидан амалга оширилиши мумкин.

Биржа савдосини ташкиллаштириш

Фонд биржасида савдолар сессиялар билан ўтказилади. Бу дегани, бир вақтнинг ўзида биржада ҳар хил турдаги қимматли қоғозлар билан савдо ўтказилмайди. Масалан, банклар акциялари учун алоҳида сессия белгиланади, облигациялар бўйича эса бошқа сессия ўтказилади ва ҳ.к.

Савдо бошланишига одатда қимматли қоғозлар курслари маълум бўлиб, уларнинг страт курсини котировка комиссияси эълон қилади. Кейин эса савдо бошланади. Савдо турли усулларда ўтказилиши мумкин, масалан:

- гуруҳли, яъни кун давомида сотиш ва сотиб олиш учун талаблар жамланиб, бир кунда бир ёки икки маротаба биржа савдосига қўйилади;
- узлуксиз, яъни сотиш ва сотиб олишга бўлган талаблар узлуксиз солиштириб борилади, агар улар мос келса, унда савдо сессиянинг исталган вақтида содир этилиши мумкин.

Биржа залида савдо одатда аукцион шаклида амалга оширилади. Талаб ва таклифнинг кичик миқдоридеда оддий аукцион сотувчи (сотувчи аукциони) ёки сотиб олувчи (ҳаридор аукциони) томонидан ташкиллаштирилади. Оддий аукцион инглиз тури бўйича ташкиллаштирилиши мумкин, агар сотувчилар савдо бошланишига қадар қимматли қоғозларини бошланғич нархда сотувга қўйса. Аукцион жараёнида рақобат асосида берилган энг юқори нархда сотув амалга оширилади.

Голландча аукционда бошланғич нарх етарлича юқори миқдорда қўйилиб, аукцион савдоси жараёнида кетма-кет пасайтирилиб борилади токи, ҳаридорлардан бири таклиф қилинган оҳирги нархга розилик билдирмагунича.

Оддий аукцион турларидан бири, бу сиртқи аукцион ёки яшириш аукцион ҳисобланади. Бунда ҳаридорлар бир вақтнинг ўзида ўз талабларини таклиф қиладилар. Натижада қимматли қоғозни аукционда ким энг юқори нарҳини таклиф қилса, ўша сотиб олади. Бундай аукционда Молия вазирлиги қисқа муддатли облигацияларини жойлаштиради. Оддий аукционда сотувчи ёки ҳаридор рақобати назарда тутилади.

Қўш аукционда сотувчи ва харидор ўртасидаги бир вақтдаги рақобат назарда тутилади. Аукционнинг бу шакли фонд биржаси савдоси табиатига тўлиқ мос келади. Қўш аукционнинг икки тури маълум:

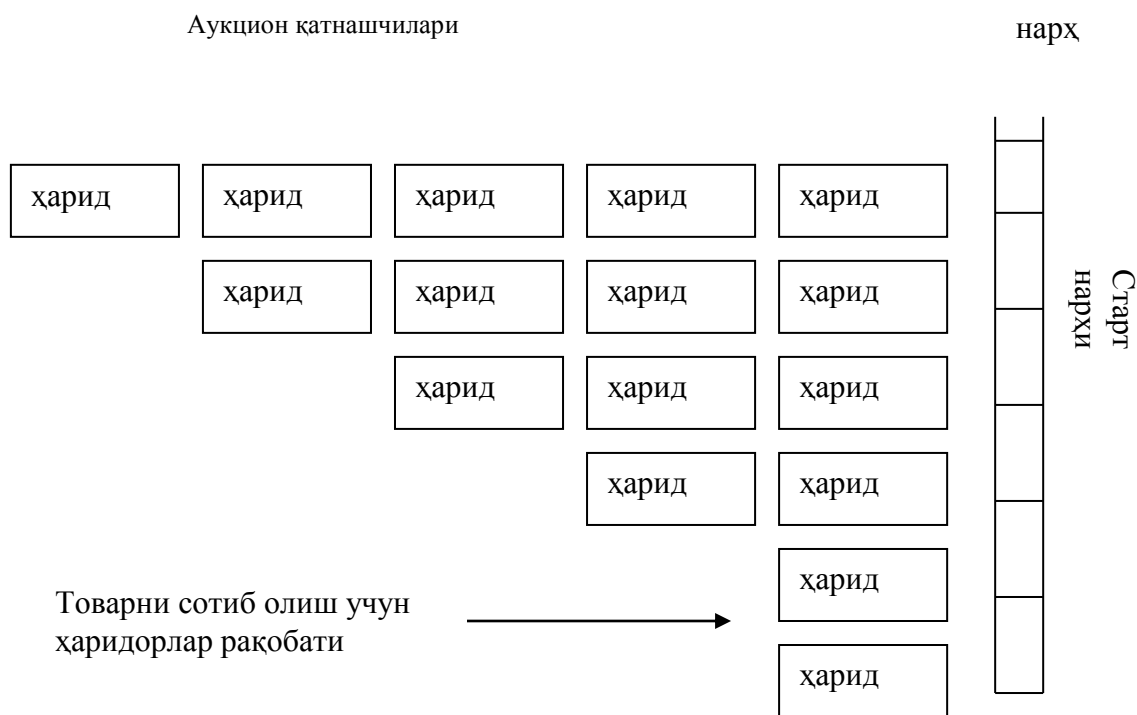
- онколь аукцион, бу тури биржа бозори етарлича ликвид бўлмаганида содир бўлади. Бунда сотувчи ва харидор талаблари дастлабки тарзда маълум ҳажмгача жамланиб борилади, кейин эса бараварига ижро этиш учун биржанинг савдо залига қўйилади;

- узлуксиз аукцион ликвид биржа бозори шароитларида қўлланилади.

Аукцион кичириклар шаклида амалга оширилиши мумкин. Бундай шакл электрон табло ёки грифель тахтача ва компьютерлар ёрдамида амалга оширилади.

Оддий аукцион механизми 7.2.1-чи расмда келтирилган.

Оддий аукцион бозорлари ҳар доим ҳам самарали бўлмайди. Масалан, оддий аукцион доирасида асосан савдога биринчи бўлиб товарини қўйган сотувчи қулай ҳолатда бўлади, чунки биринчи харидорлар бу товарга юқори нарх беришга рози бўладилар. Аукциондан қатнашчилар чиқиб кетишига қараб, нарх пасайиб боради, натижада ҳар бир кейинги сотувчи (ўзининг товарини сотиши ҳуқуқидаги навбати ила) ундан олдинги сотувчига нисбатан ёмонроқ шароитда бўлади. Шунинг учун бир ҳил товар сотувчилар қанча кўп бўлса, оддий аукцион ўтказишга асос қамайиб боради. Натижада ривожланган мамлакатларда оддий аукционлар кенг тарқалмаган.

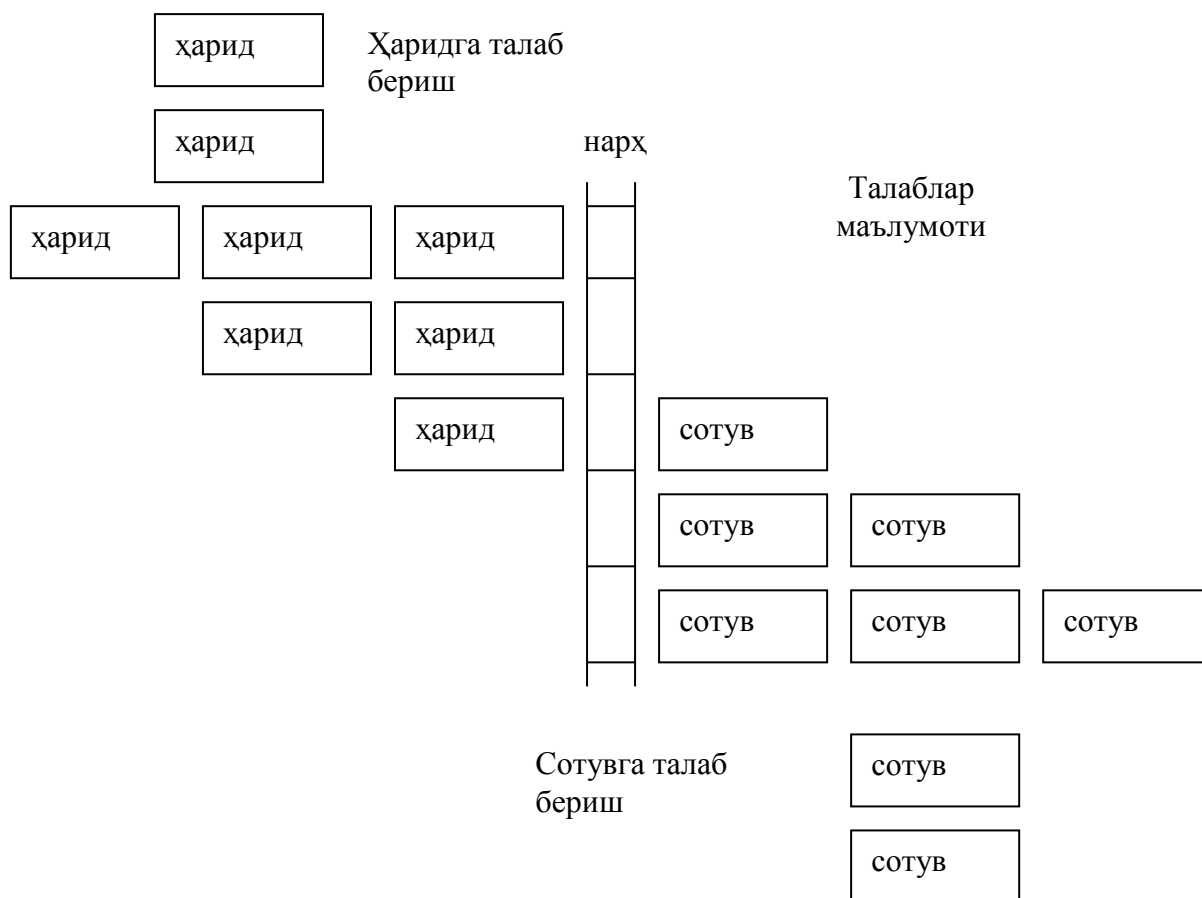


Аукцион ўтказиш жойи

Сотувчи

Сотиш

Қўш аукцион механизми 7.2.2-чи расмда келтирилган.



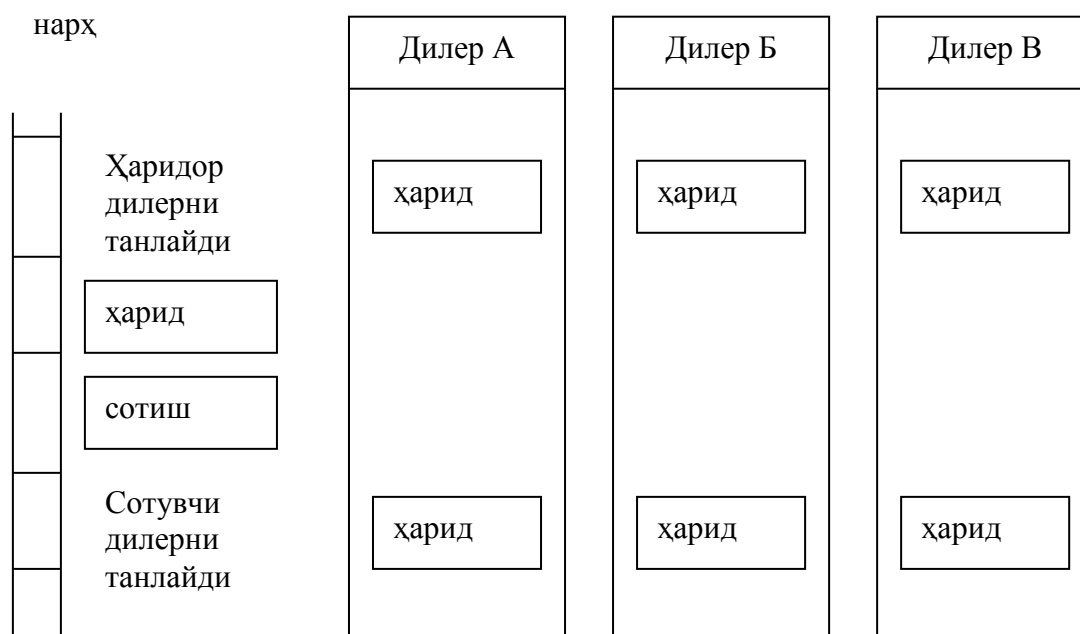
Расм. 7.2.2. Қўш аукцион бозори

Бунда энг катта ҳажмда содир этилган савдо нархлари расмий асос қилиб олинади. Бу расмий нархни қониқтирмаган талаблар бажарилмасдан қолдирилади. Кейин эса тушган талабларни яна жамлаш бошланиб, савдо жараёни янгидан қайтарилади.

Агар қимматли қоғозларга талаб юқори бўлиб доимий таклиф қилинса, унда узлуксиз аукционлар ташкиллаштирилади.

Узлуксиз қўш аукцион юқори ликвид ва катта ҳажмдаги бозорларда қўлланилади.

Ҳар доим ҳам қимматли қоғозларга талаб юқори бўлавермаганидан қатнашчилар биржадан ташқари дилер бозорини шакллантирадилар. Бундай бозор 7.2.3-чи расмда келтирилган. Бунда дилерлар олдиндан нархи эълон қилинган қимматли қоғозларни харидор талаби бўйича сотишга мажбурдир.

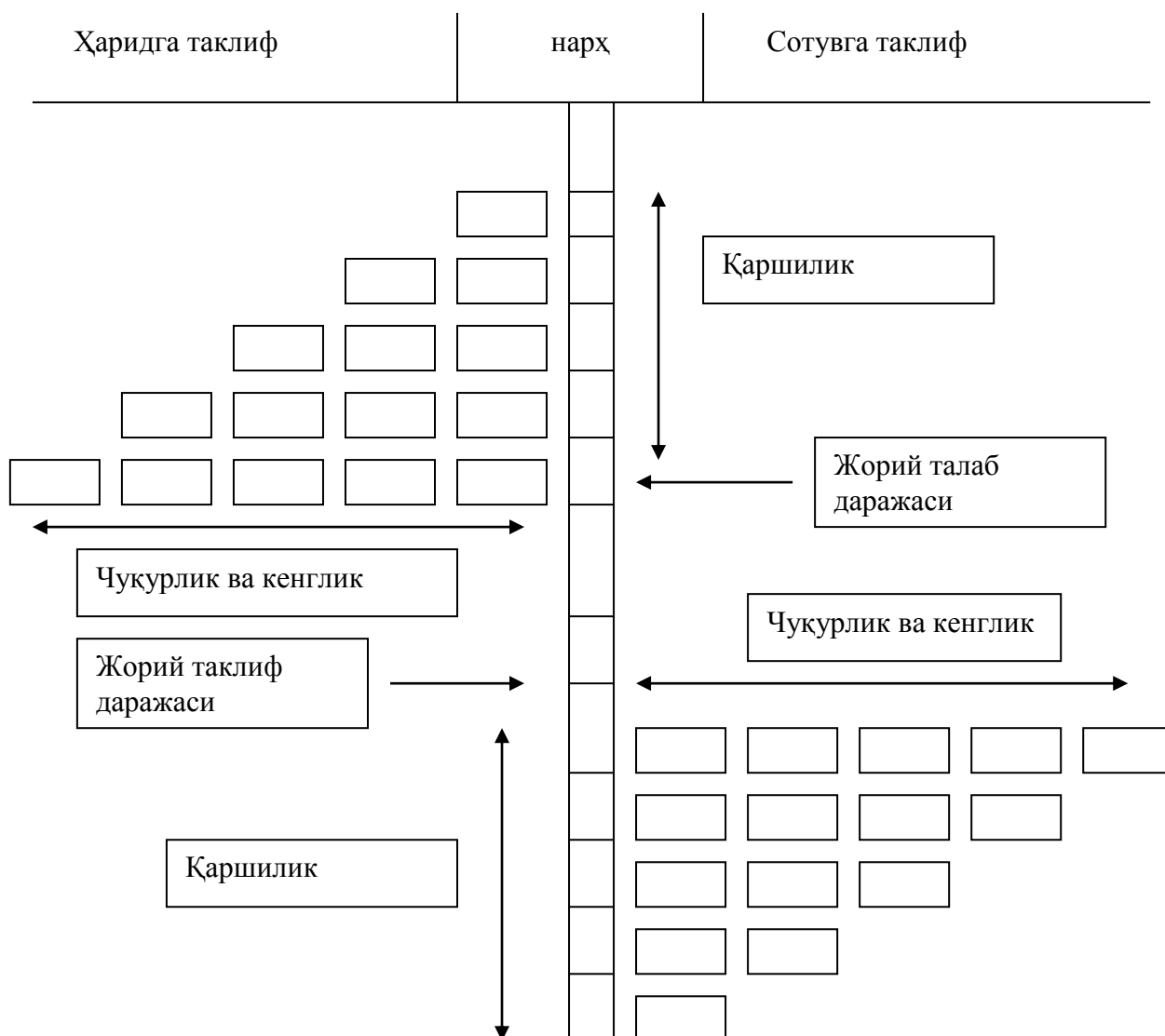


Дилерлар сотиш ёки харидга қатъий таклифлар берадилар
ва эълон қилинган нархларда шартномалар тузиш
мажбуриятини оладилар

Расм. 7.2.3. Дилер бозори

Иккиламчи бозор схемаси 7.2.4-чи расмда келтирилган. Унинг асосий характеристикалари: бозорнинг чуқурлиги, кенглиги ва қаршилик даражаси ҳисобланади. Бозорнинг чуқурлиги ва кенглиги нархнинг ҳар бир конкрет даражасида талаб ва таклифнинг ҳажми билан белгиланади. Қаршилик даражаси эса савдо қатнашчилари сотиш ёки харид қилишга тайёр бўлган нархлар диапазонини ифодалайди. Бу диапазон қанчалик кенг бўлса, бозорни ликвид бўлиб қолиши эҳтимоли шунча кўп бўлади.

Ҳар бир савдо қатнашчиси нархлар приоритетига риоя қилиш кераклигини билади. Бошқа тенг шароитларда эса иккинчи приоритетга (яъни ҳажмга) риоя қилинишини ҳам билади.



Расм. 7.2.4. Ликвид иккиламчи бозор элементлар

Қимматли қоғозлар котировкаси биржа фаолиятининг ҳар бир кунида нархларни аниқлаш ва белгилаш ҳамда бу нархларни биржа бюллетенларида мажбурий эълон қилиш механизмини ифодалайди. Биржа томонидан рўйхатга олинган шартномалар бўйича қимматли қоғозларни қўлдан қўлга ўтиши нархи биржа курси дейилади.

Биржа курслари котировкасининг қуйидаги икки усули мавжуд:

- ягона курс усули;
- рўйхатга олинувчи курс усули.

Курслар котировкасини белгилаш жараёни қуйидаги асосий тартибларга риоя қилиш негизда амалга оширилади:

- ягона биржа курси энг кўп савдо шартномалари миқдори таъминланган даражада белгиланади;

- “иҳтиёрий курс бўйича сотиш” ва “иҳтиёрий курс бўйича сотиб олиш” талаблари биринчи навбатда қондирилади;

- биржавий шартномалар ҳариднинг максимал нарҳлари ва сотишнинг минимал нарҳлари асосида содир этилади. Бундай нарҳларга яқин бўлган талаблар қисман қондирилади;

- биржадаги талаблар ва шартномалар сонини ошишига олиб келувчи ягона биржа курсидан кам бўлган нарҳлардаги талаблар қондирилмайди.

Биржа бюллетенларида барча нарҳлар кўрсатилавермайди, балки фақат биржа кундаги нарҳлар динамикасини ўзида тўлиқ ифодаловчи чегаравий нарҳлар келтирилади.

Саволлар

1. Фонд биржасининг мазмуни нимадан иборат?
2. Биржа товари нима?
3. Биржавий фаолият механизми қандай бўлади?
4. Биржа савдолари қандай ташкиллаштирилади?
5. Биржада қандай аукционлар ташкиллаштирилади?
6. Биржа курслари ва котировкалари нима?

Топшириқлар

1. Биржа товарининг ҳосса ва хусусиятларини ёритиб беринг.
2. Биржа савдоси тартибини ёритиб беринг.
3. Биржанинг иқтисодиётдаги ролини ифодаланг.
4. Жаҳоннинг йирик биржаларини ва Ўзбекистон биржаларини ўрганинг (Интернет-сайтларидан).
5. Терминлар луғатини тузинг.

3. Электрон савдо тизимлари ва уларнинг фаолияти

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 ҳил товар (жумладан қимматли қоғозлар) муомалада бўлиши мумкин.

Қимматли қоғозлар бўйича биржадан ташқари савдолар ташкилотчисининг фаолияти деганда, инвесторларга воситачиларни ёллагандан туриб савдоларда қатнашиш имкониятини берувчи аризалар қабул қилиш пунктлари, махсус компьютер савдо тизимларидан фойдаланишнинг белгиланган қоидалари бўйича қимматли қоғозлар савдосини ташкил қилиш фаолияти тушунилади.

Биржадан ташқари листинг - қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдога уларни биржадан ташқари бюллетенига киритган ҳолда, савдога қўйишдир.

Биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси қонун ҳужжатларида ўрнатилган тартибда ўтказилаётган савдоларнинг ошқоралиги ва оммавийлигини таъминлаши лозим.

Электрон савдо тизими фаолияти ўзига қуйидаги босқичларни киритади:

- тизимга кириш ва уни ҳимояси;
- савдо объекти тўғрисидаги бозор информациясини кўриб чиқиш (кузатиш);
- тизимга битишувларни содир қилишга талабларни (буйруқларни) киритиш;
- узлуксиз савдо режимида битишувларни тузиш;
- буйруқлар ҳисоби китобини юритиш;
- тизимдан фойдаланувчиларга битишувлар тўғрисидаги информацияни тарқатиш;
- ҳар бир битишув бўйича тизимнинг фаолиятини назорат қилиш.

Электрон савдо тизимларининг ижобий томонларига қуйидагиларни киритиш мумкин:

- савдо операцияларини куннинг исталган вақтида амалга ошириш имконияти;
- жаҳон фонд бозорларига турли регионлардан брокерларнинг максимал кириши;
- нисбатан кичик миқдордаги операцион харажатлар;
- савдода қатнашчилари тўғрисидаги информацияни юқори даражада махфийлиги (конфиденциаллиги);
- традицион биржа савдосидан фарқли (одатда харидорнинг биргина қулай нарҳи ва сотувчининг нарҳи), бир вақтнинг ўзида бир неча қулай нарҳларни кўриш имкони мавжуд.

Электрон савдо тизимларининг келтирилган ижобий томонларига қарамасдан улар ҳозирча тўлалигича амалга оширила олинмаяпти, натижада электрон бозорларнинг ликвидлик даражаси нисбатан пастроқ бўлиб қолмоқда. Бунда қуйидагиларни тўсиқ сифатида кўрсатиш мумкин:

- электрон савдо дилерларнинг ўз операцияларида контрагентлари билан иш юзасидан мулоҳаза қилишига асосланган профессионал интуициясини тўлиқ ишлатишига қийинчилик туғдирмоқда;
- буйруқларнинг қўшимча шартларини ҳисобга олиш имкони йўқлиги, баъзан эса битишув ижросига буйруқларни тўхтатиш мумкин эмаслиги.
- тизимда сотиладиган қимматли қоғозларнинг рисклилиқ даражасини нисбатан юқорилиги.

Кўрсатилган камчиликларга қарамасдан, электрон савдо тизимлари жадал ривожланиб бормоқда.

Ҳозирда, жаҳон савдо амалиётида эллиқдан зиёд турли хил электрон савдо тизимлари мавжуд бўлиб, уларнинг ярмиси фьючерслар савдосига хизмат қилади.

Биржадан ташқари электрон савдо тизимлари ўзларининг савдо, листинг, қатнашчиларни саралаш ва ҳ.к. қоидаларига эга. **Мисол тариқасида қуйидагиларни келтириш мумкин:** НАСДАК (NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), Канаданинг автоматик савдо тизими (СОАТС – *Canadian Over-the-counter Automated*), Сингапур фонд биржаси қошидаги автоматик котировка ва дилинг тизими (SESDAQ – *Singapoore Stock Exchang Dealing and Automated Quotation System*), Россия савдо тизимлари – РТС, Ўзбекистондаги ЭСТ “Элсис-савдо” ва Банклараро савдо тизими – МТС (бунда уларни хориж тизимлари билан солиштириш анча мушкул) ва ҳ.к.

Электрон савдо тизимларининг қисқача тарихи ва ривожланиш тенденциялари ҳамда тузилма ва фаолият механизмлари тўғрисидаги ўқув материалларини тегишли мавжуд адабиётлардан талаба мустақил равишда ўрганиши тавсия этилади.

Саволлар

1. Электрон савдо тизимининг мазмуни нимадан иборат?
2. Электрон савдо тизими листинги нима?
3. Электрон савдо тизимида садо ыилиш ыандай босыичлардан иборат?
4. Электрон савдо тизимларининг ижобий тарафлари ва камчиликлари нималардан иборат?

Топшириқлар

1. Электрон савдо тизимларида савдоси тартибини ёритиб беринг.
2. Электрон савдо тизимлари тц-рисида электрон презентация тайёрланг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

МАВЗУ- 8. МОЛИЯ БОЗОРИ РИСКЛАРИ ВА ИНВЕСТИЦИОН ПОРТФЕЛЛАРНИ БОШҚАРИШ АСОСЛАРИ

Режа:

1. Молия бозори рисклари, уларни баҳолаш ва бошқариш.
2. Биржа рисклари.
3. Инвестицион портфеллар.
4. Инвестицион портфелни шакллантириш асослари.
5. Инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш асослари.

Молия бозоридаги рисклар манбаси ҳар турдаги омиллар ҳисобланиб, уларнинг эҳтимолий тарзда маълум ва номаълум даражадаги таъсири молия бозорида мос равишда рискли жараён, ҳодиса ва ҳаракатларни келтириб чиқаради. Бошқача қилиб айтилса, рисклар ҳар доим омиллар таркибида мавжуд бўлиб, табиатан эҳтимолий характерга эга қонуниятлар асосида тарқалади, уларнинг таъсири остида молия бозори муҳитида ривожланиши шаклланивчи воқеликларга бевосита ёки билвосита ўтади (кўчади). Бундай ҳолат ўз-ўзидан молия бозоридаги рисклар муаммосини ўта долзарблигини тасдиқлайди.

Демак, рисклар молия бозори муҳитида доимо мавжуд бўлиб, унинг ҳолати ва риволаниши сифатини пасайтириб ва заифлаштириб туради (умуман олганда бозор муҳитини “ифлослаштиради”), баъзан эса ёмонлаштиради. Бу эса молия бозори қатнашчилари учун катта аҳамиятга эга.

Ҳозирга келиб рискларни баҳолашда турли усуллардан фойдаланилмоқда, масалан: органиолептик (дастлабки тарзда таъсир сифатини баҳолашда), статистик-эмпирик (баҳолашда кўп вақт ва маблағни талаб қилади), умумлаштирилган эҳтимолий-математик усуллар (уларни қўллаш арзон ва қулай).

Бундай таърифда қуйидагилар муаммоларни ҳисобга олиш лозим:

1) рискларни фавқулудда пайдо бўлиши мумкинлигини ҳисобга олинса, у ҳолда ҳар қандай ҳаракатлар рисксизлиги эҳтимолий характерга эга, демак бу ҳосса шартлидир;

2) қониқарли фаолият юритиш тамойилини қабул қилиниши молия бозори ва ундаги ҳар қандай қатнашчининг фаолияти параметрлари маълум вақт давомида рискларга мойиллигидан далолат беради, демак бундай ҳосса ҳам шартлидир;

3) қатнашчи ҳаракатини олдиндан тахминан маълум деб олинган молия бозори муҳитининг рискли шароитларга мослигини баҳолаш лозим. Баҳолашдаги бундай тахмин одатда ҳаракатнинг қисқа вақт даврида мазмунга эга бўлиши мумкин, демак бу ҳосса ҳам шартлидир.

Молия бозорининг ҳар бир қатнашчиси фаолиятини (ҳаракатларини) ва молия бозори механизмини ўзаро боғлиқликда ва уйғунликда мос келиши даражасини (бу параметрни қуйида қисқача МКД деб белгилаб оламиз) ҳозирда ўрганиш бозор ва унинг қатнашчиларини турли омилларга, улар таркибида ҳаммаша мавжуд эҳтимолий рискларга ўта сезгир бўлганлиги, буларнинг таъсири остида тўсатдан вужудга келувчи турли нохуш воқеликлар (ҳодиса ва жараёнлар, ҳаракатлар) ривож шаклланиши эҳтимоли ҳар доим мавжуд бўлганлиги сабали муҳим аҳамиятга эга.

Рисклар молия бозори муҳитини “ифлослаштириши” ва МКД миқдорига салбий таъсир кўрсатиши сабабли улардан тозалаш зарурлиги табиийдир, демак, лекин бу зарурат ханузгача муаммо сифатида долзарб бўлиб келмоқда.

Бу муаммони ечишда қуйидагиларга аҳамият бериш лозим:

- МКД миқдорига таъсир этувчи рискларни вужудга келиши сабабларига ва турли тарзда ҳосил бўлувчи рискларни пасайтириш усулларига;

- молия бозори ва унинг қатнашчиси фаолиятининг исталган даврида (фазасида) уларнинг рискларга таъсирчанлиги даражасига;

- рисклар шароитида МКД миқдорини прогноз қилинганлиги ёки қилиниши мумкинлиги ҳолатига;

- молия бозори ва унинг қатнашчилари фаолиятидаги рискларни бошқариш бўйича самарали чора-тадбирларни мавжудлигига ёки ишлаб чиқилиши мумкинлигига.

Санаб ўтилган масалаларни ечиш молия бозори ва МКД миқдорини ноҳуш рисклардан тозалашга қаратилган.

Қатнашчиларнинг МКД миқдори – қатнашчиларнинг олдиндан маълум riskли шароитларда ўзлари ва молия бозорининг сифат кўрсаткичларини ёмонлаштирмаган тарзда ташкиллашган, бир-бири билан ўзаро мос келадиган ҳаракатларни бажариш сифати даражасини кўрсатади. Бунда ҳар иккала тараф ҳам бир-бирига (жумладан, шерик бўлган қатнашчилар ҳам) ноҳуш таъсир кўрсатмаслиги ва бир-бирига risk тўғдирмаслиги керак.

Рискларни баҳолашда уч асосий элементни (унсурни) инобатга олиш лозим: risk манбаи (PM); таркибидан riskлар тарқаладиган операциялар тўплами; risk рецептори (PP).

PMни PPга таъсири бевосита (тўғридан тўғри) ва билвосита (тўғри бўлмаган) бўлиши мумкин.

Қатнашчилар жуфтлигидаги МКД доирасида **ички riskлар (IP)**, ҳар қандай жуфтликлар орасида эса **жуфтликлар riskлари (ЖР)** вужудга келиши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, IP ва ЖР беҳоста (ташқи омиллар сабабли олдиндан билмаган ҳолда) ва/ёки идрокли (субъектив сабабли омиллар асосида) равишда вужудга келиши мумкин. Бунда идроклилари ривожланган бозор шароитида яққол прогнозланиши мумкин ва профессионаллар учун унчалик ҳавф тўғдирмайди, яъни уларни бошқариш мумкин.

Аммо беҳосталари ташқи омилларга боғлиқлиги ва табиатан эҳтимолийлик характериға эға бўлганлиги сабабли қийин бошқарилади. Шунинг учун беҳоста вужудга келувчи riskлар (БР) амалиётда муаммоли бўлади. Демак, БРларни бошқариш мақсадида ўрганиш масалалари профессионаллар ва оддий инвесторлар учун муҳим аҳамиятға эға.

Бунда БР ва ташқи омиллар ўртасидаги алоқани муҳимлигини сезиш мумкин. Агар бу алоқанинг негизида келтирилган 8.1.1-расмға мурожаат қилсак, унда БРни бошқариш тамойилини яққол кўриш мумкин.

Моделдан кўриниб турибдики, ташқи омилларнинг вужудға келиши БРни рағбатлантиради, мос равишда БРни вужудға келиши эса PMға таъсир кўрсатади. Ўз навбатида, PMдан чиққан riskлар операциялар тўплами таркибида мужассамлашган равишда PPға таъсир кўрсатади ва натижада PP ҳаракатиларда ноҳуш ходисалар тўғдириб салбий натижаларни келтириб чиқаради. Бу натижалар ўз навбатида ташқи ва ички омилларға таъсир кўрсатади. Шундай қилиб, “Ташқи омиллар” – “PM” – “PP” – “Ташқи омиллар” кўринишидаги занжирдан иборат А контури пайдо бўлади. Бу контур доирасида (ичида) ҳосил бўлувчи ҳар бир занжир циклида (даврида) вужудға келган riskлар кейинги занжир циклиға ўтиб, эҳтимолий тарзда икки баробар ошган (устма-уст тушиш асосида ортиб борувчи) riskлар миқдорини (суммасини) келтириб чиқаради. Одатда ошиб борувчи riskлар миқдорини пасайтириш учун PP (яъни қатнашчилар) riskларини суғурталайдилар (контур В). Бундан кўриниб турибдики, контур В контур А доирасидаға riskларни компенсациялашға хизмат қилади, натижада эса барча riskлар тўлиқлигича суғурталовчига ўтади. Бу усул дунёда энг кенг тарқалган бўлиб, riskларни бошқаришнинг содда усули ҳисобланади.

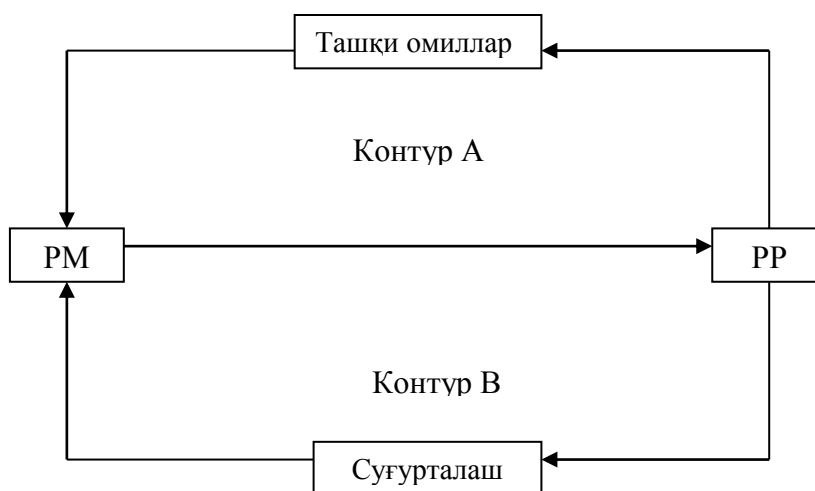


Рис.8.1.1. БР бошқарилишини ташкиллаштириш тамойили модели

Моделдан яна шу ҳам кўриниб турибдики, бир занжир цикли тугаши биланоқ РР (ўзи ичида РМдан ўтган рисклар эвазига) кейинги занжир циклида РМга айланиб қолиши мумкин. Бир занжир циклидан навбатдаги занжир циклига ўтиш жараёнидаги бундай айланишлар “РМ” – “РР” – “РМ” – “РР” кўринишидаги схемага асосланган “сабаб-оқибат-сабаб-оқибат” фалсафий тоифа (категория) бўйича ўзаро боғлиқлик ва таъсир қонуниятини ифодалайди. Демак, бундай қонуният рискларни тарқалиши ҳамда ўзаро таъсири ва боғлиқлигини кўрсатувчи табиий ҳолатдир.

Қатнашчилар ноаниқлик ҳолларининг конкрет шароитларида РМ ва РР ролларини кетма-кет алмаштиришлари мумкинлиги айтилганларни тасдиқлашга асос бўлади.

Юқорида келтирилган рискларни бир вақтнинг ўзида суғурталовчи юқини камайтирилиб бошқаришнинг янги усули бўлиб, муаллиф томонидан унинг тизимли ёндашувига асосланиб таклиф қилинган молия бозори индустрияси сифатини комплекс бошқариш тизимини РМ ва РР фаолияти жараёнига киритилиши хизмат қилиши мумкин.

Тўлиқ бўлмаган даражадаги информациянинг тўлиқлиги минимал бўлади. Бунда кўрсаткич миқдорлари гипотетик фараз асосида эксперт усули ёрдамида маълум бир диапазонда кўп ёки кам эҳтимолда намоён бўлиши мумкин бўлган ҳодисилар тўплами (қониқарли аниқликда) кўринишида аниқланади.

Молия бозори қатнашчиси учун молиявий инструмент бўйича кўпинча ноаниқ бўладиган қуйидаги информация аҳамиятга эга:

- молиявий инструментни иқтисодий-ҳуқуқий таъминланганлиги асосида базисига эквивалентлиги даражаси;
- ликвидлилиги;
- ҳаражатлар;
- 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 факторларини назорат қилиш ичкисидан мушкулроқ ҳисобланади.

Содир бўлиш омиллари бўйича рисклар табиий (абиоген, биоген), антропоген (техноген, биоген), иқтисодий ва сиёсий бўлиши мумкин.

Сиёсий рисклар – сиёсий ҳолатни ўзгарувчанлиги билан белгиланадиган рисклар.

Иқтисодий (тижорат) рисклари – иқтисодиётдаги ноҳуш ўзгаришлар билан белгиланадиган рисклар.

Ўз навбатида сиёсий ва иқтисодий рисклар ички ва ташқи бўлиши мумкин.

Қамрови бўйича рисклар қуйидаги турларга ажралади:

- халқаро доирада;
- мамлакат доирасида;
- регионал доирада;
- тармоқ ичида;
- корхона рисклари.

Молия бозори рискларига қуйидагиларни киритиш мумкин: инвестицион риск (8.3 параграфга қаралсин), тизимли риск, тизимсиз риск, селектив риск.

Тизимли риск – молия бозорининг қандайдир сегментидаги инқирозли ҳолат билан боғлиқ риск бўлиб, унга инфляцион риск, қонунчилик ҳужжатларини ўзгариши rischi, фоиз ставкаси rischi, “буқалар” ва “айиқлар” бозоридаги риск, ҳарбий конфликтлар rischi киради. Бу riskни таҳлили молия бозори сегментларидаги ҳолатнинг ўрганиб (кузатиб) сифатий баҳолаш билан боғлиқ. Лекин унинг натижалари риск даражасини пасайишига таъсир кўрсатмайди. Бу riskни диверсификацияланмайдиган риск ҳам дейилади, инвестицион қарорлар қабул қилинишига боғлиқ эмас.

Тизимсиз риск – агрегирлашган тушунча бўлиб, ўзида молия бозори riskларининг барча турларини мужассамлаштиради. Бу риск молия инструментларининг у ёки бу турини конкрет шар-шароитлардан келиб чиқиб танлаш асосида диверсификацияланиши, пасайтирилиши мумкин. Бундай риска қуйидагилар киради: мамлакатдаги риск, тармоқдаги риск, региондаги риск, инвестициялаш объектлари riskлари (вақт rischi, портфел rischi, тўлов ва клиринг rischi, операцион риск, етказиб бериш rischi, пул кўчириш rischi, бизнес-риск, молия rischi, корхона rischi, катастрофик риск, бошқарув rischi, ликвидлилик rischi, кредит rischi, валюта rischi, саноат rischi, конвертацияланувчи риск, дивиденд тўланмаслиги rischi).

Тизимли ва тизимсиз riskлар мазмунини мавжуд адабиётдан³⁵ чуқурроқ ўрганиш тавсия этилади.

Селектив риск – портфел шакллантирилиши чоғида молиявий инструментларни нотўғри танлаш билан боғлиқ риск.

Rискларни миқдорий ва сифатий таҳлил қилиш мумкин (таҳлил усуллари ва моделлари тегишли адабиётларда кенг ёритилган).

Саволлар

1. Риск муаммоси қандай тавсифланади?
2. Riskнинг табиати қандай бўлади?
3. Ҳаркатлар risksизлиги нима?
4. МКД, РМ ва РР нимани англатади?
5. БР ва ташқи омилар орасидаги қандай боғлиқлик бор?
6. Riskларни бошқариш қандай моделда ташкиллаштирилади?
7. Информация тўлиқлигининг нечта даражаси бор?
8. Riskларнинг қайси турларини биласиз?

Топшириқлар

1. Молия бозори riskлари тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

³⁵ Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова.-М.: Финансы и статистика, 1996.- сс.311-319.

2. Биржа рисклари

Биржадаги аукцион савдосининг биринчи туридаги жараёни кўрамиз.

Сотувчи брокер (трейдер) маклериатга маълум бир турдаги, миқдордаги ва нархдаги қимматли қоғозларини сотиш тўғрисидаги аризавий топшириғини (талабни) тақдим этади. Савдо жараёнида сотувчининг навбати келгач, маклер бу талабни эълон қилади. Бунда икки ҳолат вужудга келиши мумкин:

1) Бирамасига бир нечта потенциал харидор (сотиб олувчи брокер) мавжуд бўлиши. Бу ҳолатда савдони олиб борувчи маклер токи биргина талабгор харидор қолмагунича нархни маълум бир қадамда кўтариб боради;

2) Қачонки талабгор харидор бўлмаса, унда биринчи ҳолатдагисига тескари аукцион бўлиши мумкин. Бунда сотувчининг ҳоҳишига қараб унинг қимматли қоғозларини нархи потенциал харидорни қониқтирадиган миқдоригача пасайтирилиши мумкин. Агар аукционда охириги таклиф қилинган нарх ҳеч бир харидорни қониқтирмаса, унда сотувчи қоғозларини савдодан чиқаради.

Ушбу жараёнга диққат қилинса, унда қуйидаги рисклар намоён бўлишини кўриш мумкин.

Келишилган ноҳалол операциялар бўйича рисклар. Бир операторга (одатда янги иш бошлаган брокерга) бир вақтнинг ўзида бир нечта (камида иккитаси) бир-бири билан гуруҳга ташкиллашган брокерларга қарши ишлаш анча мушкул бўлади. Бунда бундай гуруҳ бир брокерни арзонроқ сотишга ёки қимматроқ сотиб олишга мажбур қиладиган ҳолатни келтириб чиқариши мумкин. Бунда гуруҳдаги брокерлардан бири бошқаси билан олдиндан келишган тарзда сотувчи ёки харидор операторнинг (брокернинг) савдо жараёнига қўшилишиб, савдони ошиб ёки пасайиб борувчи аукционга айлантиради, натижада операторни арзонроқ сотишга ёки қимматроқ сотиб олишга мажбур қилади. Бундай ўйинни олдиндан пайқаш жуда қийин бўлганлиги сабабли, оператор учун аукционда яққол риск вужудга келади. Айтиш керакки, ўйин бошланишидан олдинроқ ташкиллашган гуруҳ брокерлари ўз мақсадларини амалга ошириш учун (операторга нисбатан) олдиндан ҳубфиявий равишда бир-бирлари билан **фиктив** битишувлар тузиб оладилар ва савдо жараёнида **фиктив (олдиндан келишилган)** паст ёки юқори) нархларда ҳар бир лот бўйича операциялар бажариб, операторнинг навбати келгунча уни чалкаштириб, берадиган нарҳини назорат қилиб борадилар, натижада уни ўз мақсадларига бўйсундирадилар. Агар бунда гуруҳ брокерлари оператордан акцияларни пастроқ нархда сотиб олмоқчи бўлсалар, унда бозорда сунъий равишда **“штиль” (сокинлик)** ҳолатини (яъни, харидорлар камёблигини) ҳосил қиладилар. Агар ўз акцияларини операторга қимматроққа сотмоқчи бўлсалар – бозорда сунъий **“фаоллик”** ҳолатини содир қиладилар.

Ташкиллашган гуруҳ фаолиятдан кўриниб турибдики, гуруҳ брокерлари ўзаро олдиндан фиктив битишувлар тузиб, биржада **ёлгон** (фиктив битишувга асосланган) *операциялар амалга ошириш* **риск**ини келтириб чиқардилар. Бу риск эса натижада оператор зиммасига ўтди.

Яна шуни ҳам сезиш мумкинки, гуруҳ брокерлари бир вақтнинг ўзида бозордаги нархлар бўйича манипуляция қилдилар, натижада **бозорни манипуляция қилиш** **риск**и вужудга келди.

Ташкиллашган гуруҳ ҳаракатларининг барчасидан, ўз навбатида, барча бошқа биржа катнашчилари учун **ёлгон информация** **риск**и ҳам келиб чиқишини пайқаш қийин эмас.

Юқорида кўрсатилган биржа савдосида учраши мумкин бўлган рисклардан ташқари унда (бозорнинг ҳисоб-китоб ва депозитарий тизимлари яхши ривожланмаган бўлса) клиринг ва қимматли қоғозлар билан боғлиқ ҳисоб-китоблар жараёнида вужудга келувчи рисклар ҳам мавжуд бўлиши мумкин. Бундай рискларга (уларнинг келиб чиқиш манбаларига қараб) қуйидагиларни киритиш мумкин.

Ликвидлилик rischi (ингл, *liquidity risk*) – қимматли қоғозлар сифатини баҳолашдаги ўзгариши туфайли уларни сотиш чоғида пайдо бўлувчи йўқотишлар билан боғлиқ риск.

Етказиб берилиши rischi – савдо содир бўлганидан кейин сотувчидаги қимматли қоғозларни харидорга ўз вақтида етказиб бермаслик rischi.

Операцион риск – савдо вақтида компьютер тизимидаги носозликлар ёки биржа персонали ишини паст сифати эвазига содир бўладиган йўқотишлар билан боғлиқ риск.

Клиринг rischi – савдо вақтида клиринг тизимидаги камчиликлар ва ҳисоб-китоб технологиясини бузиш эвазига содир бўладиган йўқотишлар билан боғлиқ риск.

Қоплаш бўйича зарар кўриши rischi (ингл, *replacement cost risk*) – учинчи шахслар олдидаги мажбуриятларни савдо жараёнида сотувчига тегишли пул маблағларни ололмаганлиги эвазига қоплай олмаслик rischi.

Қарзнинг асосий суммасини йўқотиши rischi (ингл, *principal risk*) – савдо натижаси бўйича бир вақтнинг ўзида сотилган қимматли қоғозлар бўйича пул тўлови ва уларни харидорга етказиб берилмаслик эвазига содир бўлувчи йўқотишлар билан боғлиқ риск. Бундай риск сотувчининг тўлов қобилиятини йўқотиши ҳолатида рўй бериши мумкин. Бу риск “тўлов натижасига кўра етказиш” тамойили асосида йўқотилиши мумкин.

Саволлар

1. Аукцион рисклари қандай тавсифланади?
2. Электрон савдо рисклари қандай тавсифланади?
3. Операцион ва сохта битишув рисклари нима?
4. Бозорда манипуляция rischi нимани англатади?
5. Қайси рискларни бартараф қилиш мумкин?

Топшириқлар

1. Биржа рисклари тўғрисида электрон презентация тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

3. Инвестицион портфеллар

Инвестициялар портфели – маълум бир мақсадли инвестицион сиёсат асосида шакллантирилган молиявий инструментлар тўплами. Портфеллар жамғарма ва капитални жамлаш воситаси сифатида намоён бўлади.

Инвестициялар портфелининг асосий мақсади – инвесторлар маблағини молиявий инструментларга (қимматли қоғозларга) йўналтириш асосида режалаштирилган даромадни паст (юқори) рискларда олиш.

Портфелнинг мазмуни – бир тўпламга жамланган қимматли қоғозлар бўйича инвестор учун қулай ва зарурий инвестицион шароитларни яхшилаш бўлиб, унда бу тўпламдаги қоғозларда инвесторнинг инвестицион сиёсати мақсад-вазифаси доирасида яратилган ушбу шароитлар талабларига жавоб берувчи инвестицион ҳоссалар шакллантирилади. Бундай ҳоссаларни алоҳида олинган бир турдаги қимматли қоғоз доирасида таъминлаб бўлмайди, фақат уларнинг комбинациясидагина шакллантирилиши мумкин.

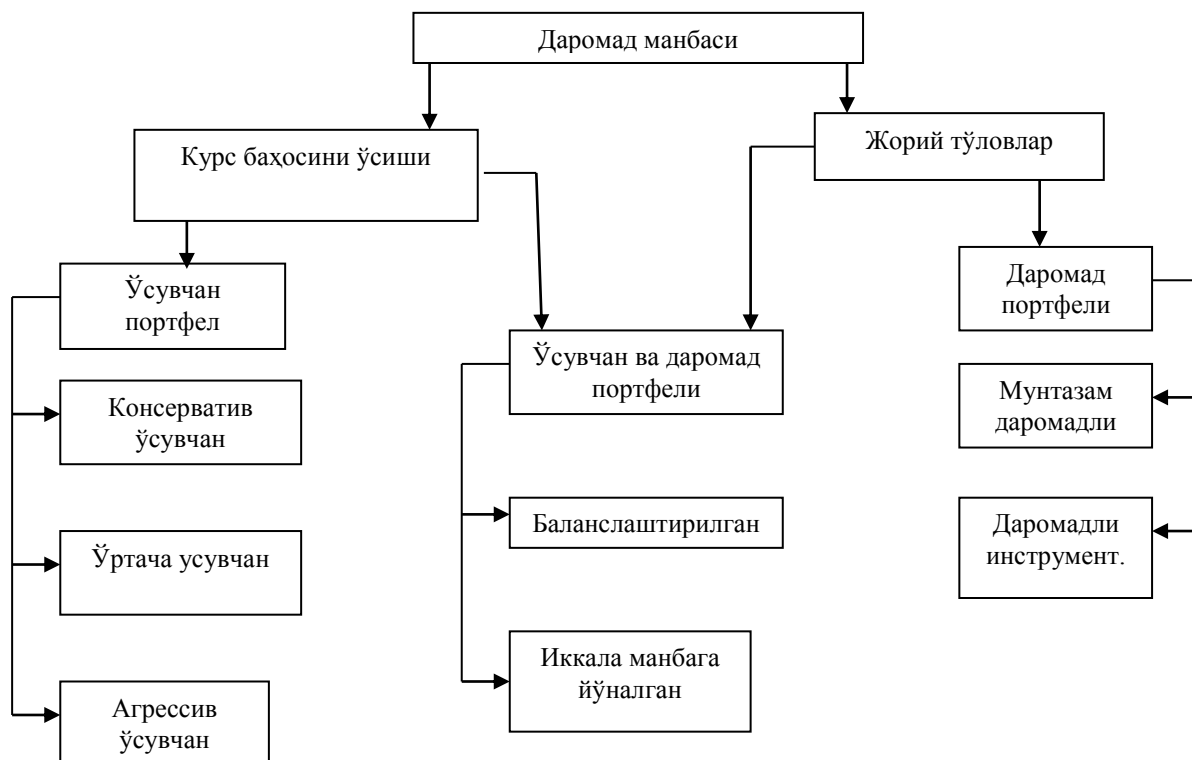
Умуман олганда, портфелни шакллантириш, таҳлил ва мониторинг қилиш ҳамда оптималлаштириш асосида таркибини қайта кўриб чиқиш жараёнида унинг талаб қилинган параметрларига мос келадиган янги инвестицион сифати ҳоссасига эришилади. Бунда бу жараённи умуман олганда портфелни бошқариш деб тушуниш мумкин. Инвестициялар портфели шундай инструментки, унинг самарали бошқарилиши асосида инвесторни талаби доирасида қониқарли даромаднинг барқарор миқдори минимал рисклар даражасида таъминланиши мумкин.

Инвестициялар портфели бўйича олинадиган даромадни портфел таркибига кирган маълум даражада рискли молиявий инструментлар тўпланидан шаклланивчи ялпи даромад дейилади. Шу муносабат билан ҳар қандай портфелда даромад ва риск ўртасидаги миқдорий мувофиқлиги муаммоси вужудга келади. Бу муаммо портфелни

самарали бошқариш эвазига ҳал қилинади. Айтиш жоизки, бу муаммони ечиш учун лозим бўлган умумий схемани тез топиш мумкин бўлсада, лекин уни охиригача тўлиқ ечимига келиш мумкин эмас.

Молиявий инструментларнинг инвестицион сифатига қараб, турли таркибдаги портфелларни шакллантириш мумкин. Портфел бўйича инвесторни қизиқтирган даромад ва инвестор учун қабул қилиниши мумкин бўлган риск ўртасидаги баланс даражасига қараб, портфел турини аниқлаш мумкин.

Демак, *портфел тури* – даромад ва риск нисбатига асосланган портфел характеристикаси. Портфелни турларга таснифлашда муҳим белги қилиб ундан қайси усул ва қандай манба бўйича даромад олинганлиги олинади, яъни курс баҳосини ўсиши ёки дивидендлар, фоиз даромадларнинг жорий тўловларими (8.4.1 расмга қаралсин).



1007140

Расм. 8.4.1. Даромад манбаси бўйича портфел таснифи

Ўсувчан портфел курс баҳоси ўсиб боровчи компаниялар акцияларидан шаклланиб, унинг мақсади – дивидендлар олиш билан бирга портфелнинг капитал баҳосини ўсиши.

Агрессив ўсувчан портфел капитални максимал ўсишига қаратилган бўлиб, унга асосан ёш, тез ўсувчан, юқори рискли, лекин шу билан бирга юқори даромадлар келтирувчи компаниялар акциялари киради.

Консерватив ўсувчан портфел паст рискли бўлиб, ўз таркибини асосан йирик, танилган компаниялар акциялари билан шакллантиради. Бунда акциялар курс баҳоси барқарор суръатлар билан ўсувчан бўлади.

Ўртача ўсувчан портфел агрессив ва консерватив портфелларнинг омуҳтаси бўлиб, унга узоқ муддатга олинган ишончили молиявий инструментлар билан бирга таркиби тез (даврий) янгиланиб боровчи рискли инструментлар ҳам киради. Бунда ўртача ўсиш ва қониқарли риск даражаси қафолатланади.

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.

Мунтазам даромадли портфел рискнинг минимал даражасида ўртача даромад келтирувчи юқори ишончли инструментлардан таркиб топади.

Даромадли инструментлардан иборат портфел рискнинг ўртача даражасида юқори даромад келтирувчи қимматли қоғозлар ва юқори даромадли корпорациялар облигацияларидан таркиб топади.

Ўсувчан ва даромад портфел фонд инструменларининг курс баҳосини тушиб кетиши ва кичрайиб кетадиган фоиз ва дивиденд тўловлари сабабли фонд бозорида мумкин бўлган йўқотишларни олдини олиш учун шакллантирилади.

Иккала манбага йўналган портфел ўз эгасига инвестиция қилган капитали бўйича юқори даромад келтирувчи активлардан таркиб топади. Ушбу ҳолда иккал манбага йўналган инвестиция фондлари қимматли қоғозлари ҳақида фикр юритилмоқда бўлиб, улар ўзларининг икки турдаги акцияларини чиқаради: биринчиси – юқори даромад келтирувчилари, иккинчиси – капитал курс баҳоси ўсишини таъминлайди.

Баланслаштирилган портфел ўзида на фақат даромадларни, балки рискларни ҳам ўзаро баланслаштирилганини назарда тутди. Баланслаштирилган портфеллар маълум пропорцияда курс баҳоси ўсувчи ва юқори даромадли қимматли қоғозлардан таркиб топади.

Агар портфеллар турини инвестор учун маъқул бўлган рисклар даражаси бўйича таснифланса, унда портфеллар тури тўрт хил бўлиши мумкин: консерватив, меъёрли-агрессив, агрессив и норационал. Демак, инвесторнинг ҳар бир турига унга мос бўлган портфел тури тўғри келади: юқори даражада ишончли, лекин паст даромадли; диверсификацияланган; рискли, лекин юқори даромадли, тизимсиз (8.4.1 жадвалга қаралсин).

Жадвал 8.4.1. Инвестор тури ва портфел тури ўртасидаги боғлиқлик

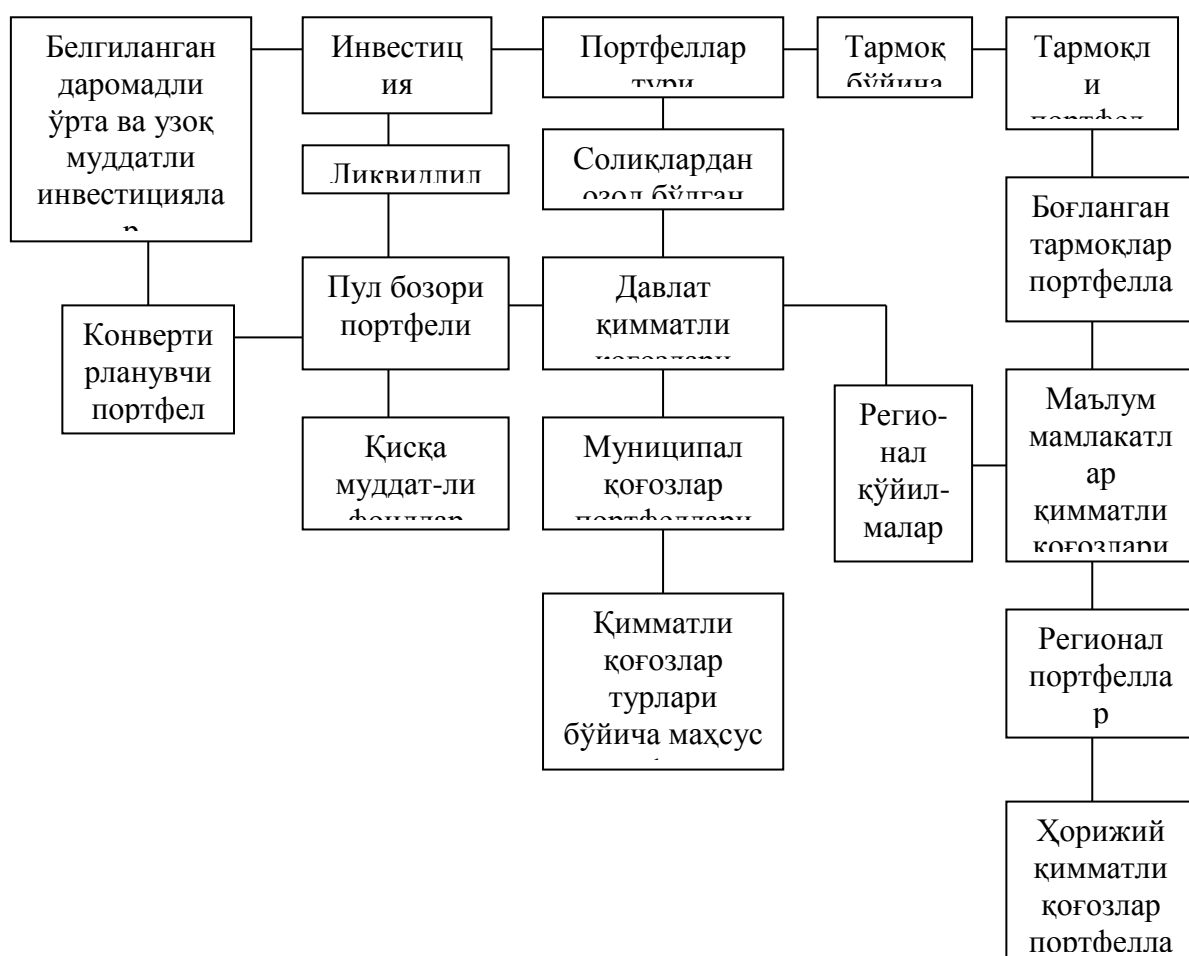
Инвестор тури	Инвестиция мақсади	Риск даражаси	Қимматли қоғоз тури	Портфел тури
Консерватив	Инфляция-дан ҳимоя	Паст	Давлат қимматли қоғозлари, йирик эмитентлар акциялари ва облига-цилари	Юқори ишончли, лекин паст даромадли
Меъёрли-агрессив	Узоқ муддатга капи-тал қўйиш ва унинг ўсиши	Ўртача	Кичик улушда давлат қимматли қоғозлари, катта улушда йирик ва ўртача, лекин бозор тарихига эга ишончли эмитентлар қоғозлари	Диверсификацияланган
Агрессив	Спекулятив ўйин, қўйилган маблағларни тез ўсиши имкони	Юқори	Унчалик катта бўлмаган эмитентларнинг юқори даромадли қоғозлари, венчур компаниялар ва ҳ.к. қоғозлари.	Рискли, лекин юқори даромадли

Нораци-онал	Аниқ мақсадлар йўқ	Паст	Ихтиёрий равишда танлаб олинган қимматли қоғозлар	Тизимсиз
-------------	--------------------	------	---	----------

Портфелларни таснифлашда уларнинг тузилмасини ташкил этувчи белгилар сифатида қуйида келтирилган инвестицион сифат кўрсаткичлари асосида портфел таркибида турли инвестицион активлар бўлиши мумкин (8.4.2 расмга қаралсин).

Ликвидлик 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 саклаб қолишга йўналтирилган портфеллар тури бўлиб, унинг таркибига кўпроқ пул маблағлари ва тез сотиладиган активлар киради.



Расм. 8.4.2. Асосий инвестицион сифатлар

Такидлаш жоизки, “қимматли қоғозлар” билан ишлашнинг асосий қоидаларидан бири қуйидагини ифодалайди: “қимматли қоғозларга барча маблағларни қўйиш мумкин эмас, балки келажакда беҳоста тўсатдан вужудга келувчи инвестицион масалаларни ечиш учун бўш маблағлар захирасига эга бўлиш лозим”. Ушбу қоида “қимматли қоғозлар билан ишлашнинг олтин қоидаси” деб юритилади. Бундай масалаларни ечишда маълум ҳаражатлар мавжуд бўлиб, уларнинг миқдори фоиз

ставкасига боғлиқ бўлади ва портфелнинг барқарорлигини ҳаражатлар бўйича таъминлайди.

Қисқа муддатли фондлар портфеллари ҳам юқори ликвидлик даражасига эга бўлиб, улар таркибига пул бозорида муомалада бўлувчи қисқа муддатли қимматли қоғозлар киради. Бундай портфеллар қисқа муддатли давлат (жумладан муниципал) қоғозларидан ташкил топган бўлса, унда улар солиқлардан озод қилинган ҳисобланади.

Портфелга нисбатан риск омили – маълум портфел-инвестицион жараён билан боғлиқ бўлган **нетто** пул оқимининг ўзгарувчанлиги.

Портфелдаги қимматли қоғозлар баҳосининг ўзгаришига олиб келувчи куйидаги уч сабабни кўрсатиш мумкин:

1. Эмитентнинг кредит баҳоси ва ундан куталадиган қайтим нормаси яхшиланади ёки ёмонлашади.

2. Агар бозор параметрлари (кутилаётган қайтим нормаси ва кредит баҳо) ўзгармас қолса, лекин облигациялар бўйича мажбуриятлар ижроси муддати яқинлашса, унда қоғозлар (агар уларнинг нархлари рағбат ёки дисконта доирасида бўлса) нархи ўзгариб туради (ёки юқорига сакрайди ёки пастга тушади).

3. Кутилаётган қайтим нормаси ўзгаради, бу эса ўзгармас купонли инструментлар нарҳини коррективроқ қилишга олиб келади.

Айтиш жоизки, 8.4.2 расмда келтирилган бошқа портфел турлари уларга кирган инвестицион активларнинг ва уларни эмитентлари турлари, ҳосса ва хусусиятлари ҳамда инвесторларга берадиган қонуний ҳуқуқ ва имкониятлар билан белгиланади.

Юқорида келтирилган портфеллар турлари мазмунидан уларни сифат нуқтаи назаридан шакллантиришнинг тамойилларини идрок қилиш қийин эмас.

Саволлар

1. Қимматли қоғозлар портфели нима?

2. Портфелларни қандай турларини биласиз?

Топириқлар

1. Портфеллар тўғрисида электрон презентация тайёрланг.

2. Терминлар луғатини тузинг.

4. Инвестицион портфелни шакллантириш асослари

Портфелли инвесторлар ўз портфелларини шакллантиришда олдиндан эҳтимолий равишда маълум рисклар даражасида режалаштирилган даромад миқдорини олиш мақсадни кўзлайдилар. Бунда улар ўз маблағларини жойлаштириш чоғида куйидаги ишларни амалга оширадилар:

- инвестициялар портфелини шакллантириш учун керакли инвестицион активларни (объектларни) танлаш;

- ҳар бир молиявий инструментга (қимматли қоғозга) йўналтири-ладиган пул маблағлари ҳажмини аниқлаш;

- молия бозорини таҳлил қилиш ва портфелни шакллантириш стратегиясини белгилаш.

Портфелни шакллантириш – қимматли қоғозлар бозори ҳолатига ҳолис таъсирчан бўлган активлар гуруҳини танлаш жараёни. Бунда портфел инвесторлар куйидаги асосий тамойилларга риоя қиладилар:

- қимматли қоғозлар бозорининг ҳозирги (жорий вақтдаги) ҳолатини аниқ белгилашдан қочиб, портфел ҳажмини аниқлашда узоқ муддатли истиқболни кўзлаш;

- активларнинг йирик пакетларини шакллантиришда (портфелга тўплашда) портфелли инвесторнинг фаолиятини қимматли қоғозлар бозорига таъсир кўрсатишини назарда тутиш;

- сиёсий, иқтисодий ва молиявий информацияга эга бўлишлик муваффақиятнинг асосий омили.

Инвестицион таҳлил назарияси таъкидлайдики, оддий диверсифика-циялашнинг асоси бўлган “тухумларни бир саватга қўйманг” тамойили инвестицион маблағларни тармоқлар ва компаниялар ўрасида самарали тақсимланиши тамойилидан ҳеч қанча ёмон эмас.

Порфелни шаклантиришда қуйидаги ишлар кетма-кетлиги бажарилади:

1. Қуйидагилар таҳлил қилиниб дастлабки мониторинги ўтказилади (тўлик мониторинг тартиби 8.6-чи параграфда кенгроқ келтирилган):

- қимматли қоғозлар бозори, унинг сегментлари ва индикаторлари;
- эмитентларнинг молиявий-иқтисодий кўрсаткичлари;
- қимматли қоғозларнинг инвестицион сифат кўрсаткичлари.

2. Дастлабки мониторинг (таҳлилий кузатиш) натижалари асосида қўйилган инвестицион мақсадга (масалан, юқори даромад олиш) мос келувчи портфелнинг бошланғич таркиби учун кам деганда акциялар ва облигация-ларнинг икки пакетини белгилаб олиш.

3. Режалаштирилган инвестицион маблағларни танлаб олинган пакетларга инвестицион мақсадга эришишни таъминловчи диверсификация тамойили асосида тақсимлаш. Бунинг учун қуйида келтирилган мисолдан фойдаланиш мумкин.

Фараз қилайлик, бозорда икки фирманинг акциялар ва/ёки облигациялари мавжуд. Фирмалардан бир (Фирма 1) куёш нуридан химояловчи кўзойнаклар ишлаб чиқаради, иккинчиси (Фирма 2) эса ёмғирдан сақловчи соябонлар чиқаради. Пул маблағларининг тенг иккига бўлиб, ҳар бир фирма акциялари/облигацияларига мутаносиб миқдорларда йўналтириш мумкин. 8.5.1 жадвалда амалга оширилган операциялар натижалари келтирилган.

Жадвал 8.5.1. Портфелни диверсификациялаш натижалари

Табиат шароитлари	Фирма 1 акциялари бўйича даромад нормаси, %, E_0	Фирма 2 акциялари бўйича даромад нормаси, %, E_3	Портфел бўйича даромад нормаси $E_P=0,5E_0+0,5E_3$
Ёмғирли	0	20	10
Нормал	10	10	10
Қуёшли	20	0	10

Кўриниб турибдики (8.5.1 жадвал), турли товар чиқарувчи фирмалар акцияларидан (облигацияларидан) иборат портфел барқарор ижобий натижа олишни таъминлайди.

4. Дивидендлар, белгиланган фоизлар, курс тафовути кўринишида олинган даромад кўрсаткичи бўйича портфелни узлуксиз таҳлил қилиш йўли билан биринчи бандда (пунктда) келтирилган ишни қайтариш.

Келтирилган мисол асосида қуйидаги кўрсаткичларни ҳисоблаб топиш мумкин.

1) Бутун портфелнинг даромад нормаси:

$$R_P = D_1P_1 + D_2P_2 + \dots + D_nP_n, \quad (8.5.1)$$

бунда: P_1, P_2, P_n – алоҳида активлар даромадлиги нормалари; D_1, D_2, D_n – портфелдаги активларнинг улуши.

2) Портфелдан қайтим нормаси:

$$R_p = \frac{MV_1 - MV_0 + D}{MV_0} \quad (8.5.2)$$

бунда: R_p – ҳисобот даврида портфелдан қайтим нормаси; MV_I – баҳолашнинг охириги даврида портфелнинг бозор баҳоси; MV_0 – баҳолашнинг бошланғич даврида портфелнинг бозор баҳоси; D – инвесторга баҳолаш даврида тўланган даромад тўловлари.

Ушбу формула соддалашган бўлиб, унда қуйидаги камчиликларни ҳисобга олиш лозим:

- портфелни молиялаштириш баҳоси (нархи) йўқ;
- даромад тўловлари моменти ва уларни молиялаштириш баҳосига таъсири ҳисобга олинмаган;
- ҳисоб даври вақтида молиявий иштирок суммасини ошириш (ёки пасайтириш) имконияти йўқ.

3) Қайтимнинг ўртача арифметик нормаси R_A :

$$R_A = \frac{R_{p1} + R_{p2} + \dots + R_{pN}}{N} \quad (8.5.3)$$

бунда: $R_{pk} - k (k=1, \dots, N)$ кичик вақтдаги портфел ҳисобига эришилган қайтим нормаси; N – баҳолаш давридаги кичик (оралик) вақтлар сони.

4) Портфелдан келувчи тушумлар миқдори:

$$P_p = P_r - L_u + P_u - C_c \quad (8.5.4)$$

бунда: P_p – портфелдан олинган фойда; P_r – амалга оширилган (реализация қилинган) фойда; L_u – амалга ошмаган йўқотиш; P_u – амалга ошмаган фойда; C_c – позицияни молиялаштириш баҳоси.

Инвестицион портфел ҳаражатларини аниқлаш, баҳолаш ва камайтириш қуйидаги ишларни ўз ичига олади:

- 1) Портфелнинг мониторингини ўтказиш.
- 2) Портфел параметрларини 8.5.1-8.5.4 формулалар ёрдамида ҳисоблаш.
- 3) Портфел ҳаражатларини кўрсатувчи портфел параметрлари бўйича фарқларни аниқлаш. Бунда трансакцион ҳаражатларни ўзгармас деб ҳисоблаш мумкин.

Ҳаражатларни ҳисобга олган ҳолда портфел учун акциялар ва облигацияларни танлаш бўйича қуйидаги ишларни бажариш лозим.

Қимматли қоғозларни танлашда битишувлар (операциялар) тузилмасини таклиф ва уни ўзгариши нисбати билан солиштириш, битишувлар ва таклифлар тузилмалари ўртасидаги нисбатнинг ўзгаришини аниқлаш лозим.

Битишувлар тузилмаси ва таклифлар тузилмаси қимматли қоғозларнинг қуйидаги гуруҳлари бўйича тадқиқ қилинади: акциялар, облигациялар, сертификатлар, деривативлар (кўпинча опционлар).

Акциялар ва облигациялар гуруҳида эмитентларнинг тармоқ гуруҳлари ажратиб олинади: биржала, савдо уйлари ва савдо компаниялари, инвестиция компаниялари ва фондлари, банklar, ишлаб чиқариш компаниялари ва ҳ.к.

Инвесторлар мойиллиги инвестицион мойиллик коэффиценти (ИМК=A/B) ёрдамида баҳоланади. Бунда: A – ойлик битишувлар тузилма-сида қимматли қоғозларнинг мазкур гуруҳи улуши; B – сотувга бўлган таклифларнинг ойлик тузилмасидаги қимматли қоғозларнинг мазкур гуруҳи улуши.

Инвесторнинг у ёки бу қимматли қоғозни танлашга мойиллигини аниқлашда ва қоғозлар мониторингини ўтказишда 8.5.1-8.5.4 формулалардан фойдаланиш мумкин. Портфел амалиётида бета коэффиценти ҳам қўллаш мумкин (тегишли адабиётларда кенг ёритилган).

Саволлар

1. Портфелни шакллантириш деганда нима тушунилади ва унга қандай ишлар тартиби киради?
2. Портфелни шакллантиришда қандай тамойилларга риоя қилинади?
3. Портфел таркибига нечта актив Кириши мақсадга мувофиқ?
4. Портфелни шакллантиришда қандай кўрсаткичлар ҳисобланади?

5. Портфелни шакллантиришда қандай ишлар бажарилади?

Топириқлар

1. Инвестицион портфелни шакллантириш методикасини амалий масалада қўлланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

5. Инвестицион портфелни баҳолаш ва бошқариш асослари

Портфелни баҳолаш қуйидаги тартибда амалга оширилиши мумкин.

Бозор нарҳини (баҳосини) аниқлаш (*fixing*):

- биржа нарҳларини (ёпилиши бўйича);
- биржадан ташқари бозор операторларининг нарҳларини;
- бозор аниматорлари (маркет-мейкерлар) ёки брокерларнинг нарҳлари:
 - минимум 5 манбадан;
 - оддий ўртачалари;
 - ўртача квотирланиб вазнлаштирилганлари.

Портфелларни бошқаришда уларни мониторингини ўтказиш катта аҳамиятга эга. Уни ўтказишнинг тартиби қуйидагилардан иборат:

1. Профессинал институт (бошқарувчи) билан мониторинг ўтказиш тўғрисида шартнома тузиш.

Портфелни актив (фаол) бошқариш бўйича мониторинг шартномаси катта ҳаражатли бўлиб, портфелни бошқарувчи ҳисобидан таҳлилий шакллантириб бошқаришни ўз ичига олади.

Портфелни пассив бошқариш бўйича мониторинг шартномаси ўз ичига мижоз топшириғига ассосан ва ҳисобидан портфелни таҳлилий шакллантириб бошқаришни олади. учун комиссия рағбат пулини мижоз билан келишилган миқдорида олади.

2. Узлуксиз таҳлилни қуйидагилар бўйича амалга ошириш:

- фонд бозорини, унинг сегментларини ва ривожланиш тенденцияларини;
- эмитентларнинг молиявий-иқтисодий кўрсаткичларини;
- қимматли қоғозларнинг инвестицион сифатларини.

Мониторингнинг мақсади – қабул қилинган портфел турига мос келувчи инвестицион ҳоссали қимматли қоғозларни танлаш.

Мониторинг – портфелни актив ва пассив кузатиш, таҳлил қилиш ва шакллантириб бошқаришнинг асоси, инвестицион даромадларни прогноз қилиш, қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларни жадаллаштириш. (8.6.1 расм)

Актив бошқару усули

Пассив бошқарув усули



3. Мониторинг натижалари ва портфел турига кўра бошқариш тактикасини (стратегиясини) танлаш. Самарали тактикани танлаш кўпдан менежернинг санъатига боғлиқ.

4. Мониторинг тўғрисидаги шартнома бўйича ҳисобот тайёрлаш ва мониторинг таҳлил натижалари бўйича таклифлар бериш.

Юқорида айтилганлардан келиб чиқиб қуйидагиларни таъкидлаш жоиз:

1. Қимматли қоғозлардан олинадиган даромадга диверсификация-лашган портфелнинг барқарорлаштирувчи таъсирини эсдан чиқармаслик лозим.

2. Портфелни иложи борича ўз имкониятларингиздан келиб чиққан ҳолда шаклантиринг.

3. Энг самарали (эфектив) портфел ҳам диверсификацияланмаган рискни ҳисобга олмайди. Глобал иқтисодий ҳодисалар ривожини олдинроқ башорат қилишни эплаш керак.

4. Сизни қизиқтирган қимматли қоғозларни танлашда мониторингни қўллаш лозим. Чунки бу кўп жиҳатдан пул маблағларини инвестиция қилишда муваффақиятни кафолатлайди.

Фонд бозорининг тез ўзгарувчанлиги ва турли омилларга таъсирчанлиги сабабли портфелни бошқаришда уни оптималлаштириш катта аҳамиятга эга. Портфел тузилмасини яхшииладан бўйича ликвидлик, даромадлик ва риск даражаси ўртасидаги чегарани топишда оптималлаштириш қўлланилади. Ҳозирда портфелни оптималлаштириш учун турли моделлар қўлланилади, масалан, Марковитц, Шарп, Блек-Шоулс, АРТ ва бошқалари□.

Оптимал портфелни танлаш кетма-кетлиги қуйидагилар:

1) Портфелни оптималлаштириш бўйича мониторинг тўғрисида шартнома тузиш.

2) Мониторинг ўтказиш.

3) Оптималлаштириш моделини танлаш.

4) Портфелни бошқариш бўйича қарор қабул қилиш мақсадида мониторинг натижалари бўйича портфел таркибини оптималлаштириш.

5) 8.5.1-8.5.4 формулалар ёрдамида портфелни қайта кўриб чиқиш (“Чангини қоқиш”, керакли қисмини янгилаш).

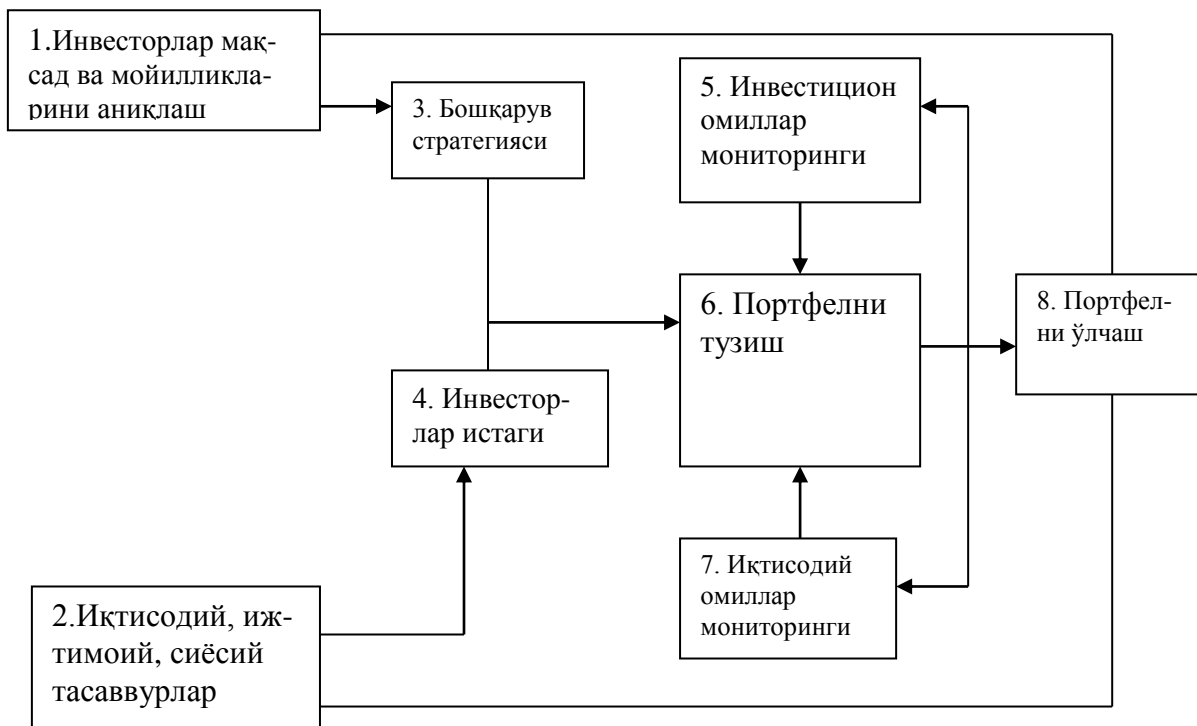
6) Янгиланган портфелни қайта мониторингини ўтказиш ва бошқатдан (янгидан) оптималлаштириш (портфелни бошқариш бўйича навбатдаги қарорни қабул қилиш).

7) Мониторинг шартномаси муддатининг тугаши билан ҳисобот тайёрлаб тақдим этиш.

Портфелни оптималлаштириш ва бошқариш бўйича қарор қабул қилиш турли қимматли қоғозлар тўплами бўйича параметрларнинг талаб даражасида самарали операциялар бажаришга олиб келади. Бунда портфел таркибидаги қимматли қоғозлар инфляцияга боғлиқ бўлмаган ҳолда ўзларининг баҳосини сақлаб қолиши, сезиларли даромад келтириши лозим.

Агар портфелни бошқариш моделини жараён сифатида кўрилса, унда уни қуйидаги схемада ифодалаш мумкин (8.6.2-чи расм).

³⁶ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: Инфра М, 1999.-1028 с.



Расм 8.6.2. Портфелни бошқариш жараёнида қарор қабул қилиш модели

Схемада беш таркибий қисмни ажратиб кўрсатиш мумкин:

1. Инвестиция мақсадлари, инвесторлар мойиллиги, яъни бошқариш стратегиясининг детерминантлари (1 ва 3 блоклар).
2. Қимматли қоғозларнинг турли ҳиллари даромади даражасини тасвирлаш (2 ва 4 блоклар).
3. Танлаб олинган воситаларни оптимал бирлигини шакллантириш учун тасвирлар ва инвестицион мақсадларни интеграциялаш (блок 6).
4. Портфел таркибини ўзгаришига олиб келувчи омилларни доимий ўрганиш ва таҳлил қилиб бориш (5 ва 7 блоклар).
5. Портфел параметрларини рискка нисбатан 8.5.1-8.5.4 формулалар ёрдамида баҳолаш (ўлчаш).

Саволлар

1. Портфелни бошқариш деганда нима тушунилади?
2. Портфелни баҳолаш қандай амалга оширилади?
3. Портфел мониторинги қандай амалга оширилади?
4. Портфел рисклари қандай бошқарилади?
5. Оптимал портфел қандай танланади?
6. Портфелни бошқари схемаси қандай бўлади?

Топшириқлар

1. Инвестицион портфелни бошқариш методикасини амалий масалада қўлланг.
2. Портфелни оптималлаштириш моделларини ўзлаштиринг.
3. Терминлар луғатини тузинг.

МАВЗУ- 9. МОЛИЯ БОЗОРИНИ МУВОФИҚЛАШТИРИШ ВА НАЗОРАТ ҚИЛИШ АСОСЛАРИ

Режа:

1. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш концепциялари
2. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш институтлари ва уларнинг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти
3. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш моделлари
4. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг жаҳон амалиёти
5. Молия бозори макрорегулятори концепцияси
6. Молия бозори транспарентлиги, ундаги ахборот ва ҳисоботлар тизими

Умуман олганда, *бозорни тартиблаштириши тушунчаси* кенг маънода бўлиб, бозорнинг функционал ва операцион таркибларини уйғунликдаги фаолиятини, ундаги барча қатнашчиларнинг бозор товари билан боғлиқ иқтисодий-ҳуқуқий, ижтимоий, сиёсий муносабатларини тизимли тарзда самарали ривожлантириш мақсадида ваколатли ташкилотлар томонидан ўрнатилган аниқ меъёрлар мажмуасига мос равишда мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг тартибли жараёнини англатади.

Молия бозорини тартиблаштириш тушунчасига мос равишда, *қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириши* – унинг функционал ва операцион таркибларини уйғунликдаги фаолиятини, ундаги барча қатнашчиларнинг қимматли қоғозлар билан боғлиқ барча муносабатларини тизимли тарзда самарали ривожлантириш мақсадида ваколатли давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи органлар томонидан ўрнатилган унга оид меъёрлар мажмуасига мос равишда мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг тартибли жараёнини. Ваколатли давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштириш институтлари ушбу бобнинг 9.2 параграфида ёритилган.

Молия бозорини давлат томонидан тартиблаштириш – молия бозори-нинг ривожланиш тенденцияларини макромолиявий даражада, ундаги унинг қатнашчилари фаолиятини эса микромолиявий даражада мамлакатда ўрналилган 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 тартиблаштирувчи таъсир кўрсатиш асосида давлатнинг молиявий-иқтисодий сиёсатини амалга оширади.

Давлатнинг бундай таъсири ўз ичига ҳуқуқий, иқтисодий, административ, ижтимоий, информацион, техник ва ҳ.к. усулларнинг кенг диверсификациялашган мажмуини олади.

Бунда давлатнинг мақсадлари миллий манфаатлар билан белгиланади.

Давлатнинг бош мақсади – молия бозорини тизимли равишда самарали тартиблаштириш асосида миллий манфаатларни комплекс таъминлаш. Бунда давлат молия бозори орқали:

- иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни, реал секторни модернизациялашни ва индустриал ривожлантиришни, умуман барқарор иқтисодий ўсишни таъминлайди;
- давлатнинг молиявий-иқтисодий (монетар, фискал) сиёсатини амалга оширади;
- молия тизимининг ҳавфсизлиги ва рақобатбардошлигини таъминлайди;
- молиявий глобаллашув жараёнларини ривожлантиради.

Стратегик нуқтаи назаридан санаб ўтилган мақсадларга эришиш миллий манфаатларга қаратилган бўлганлиги учун молия бозорини тартибли ривожлантириш на фақат ваколатли давлат органларининг, балки молия бозорининг бошқа барча қатнашчиларини ҳам муҳим вазифасидир. Шу сабабли молия бозорини давлат томонидан тартиблаштиришнинг бош амалий мақсади – миллий бозорга нисбатан барча қатнашчиларнинг, бунда кўп жиҳатдан инвесторларнинг ишончини таъминлашдан иборатдир.

Молия бозорини юқорида таъкидлаб кўрсатилган тартиблаштириш жараёнида давлатнинг бош вазифаси – миллий манфаат ва миллий ғоя доирасида молия бозори фаолиятининг юқори самарали механизмини яратиш ва унга бозорнинг барча қатнашчилари томонидан сўзсиз бевосита риоя қилиниши асосида ривожланишини таъминлашдан иборатдир. Асосий вазифаси - инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминлаш; бозорларнинг адолатлилиги, самарадорлилиги ва шаффофлилигини қонунчилик билан белгиланган тартибда, усулларда ва шаклларда таъминлаш; рискларни самарали бошқарилишини таъминлаш.

Юқорида айтилганлар қимматли қоғозлар бўйича комиссияларнинг Халқаро ташкилоти (*International Organization of Securities Comissions - IOSCO*) томонидан 1998 йил сентябр ойида қабул қилинган “қимматли қоғозлар соҳасида тартиблаштириш мақсадлари ва тамойиллари” номли базавий ҳужжатида келтирилган мақсадлар билан умуман олганда ҳамоҳанг. Хусусан, ушбу ҳужжат билан қуйидаги ўрнатилган: “тартиблаштириш ҳўжа-ликларда капиталларни шаклланишига ва иқтисодий ўсишга кўмаклашиши зарур”, бунинг асосида қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштиришнинг уч мақсади қўйилган:

1. Инвесторларни ҳимоялаш (манипуляция, товламачилик ва инсайдерлик ҳоллардан).
2. Бозорларнинг адолатлилиги, самарадорлилиги ва шаффофлилиги (бозорда қатнашчилар тенглиги, информацияга тенг ва кенг эга бўлиш).
3. Тизимли рискни пасайтириш (қимматли қоғозлар индустриясида рискларни самарали бошқариш).

Ваколатли тартиблаштирувчи институтлар қонун ва қонуности ҳужжатларни амалиётга жорий қилиб молия бозори томонидан уларга риоя қилинишини таъминлайди. Бу ҳужжатларнинг ишлаши чоғида ваколатли институтларнинг вазифаси қонунбузарликларни аниқлаш, профилактикасини олиб бориш, ўрнатилган меъёрлар доирасида текширувлар ўтказиш, улардан оғишларни аниқлаб белгиланган тартибда чоралар кўриш.

Молия бозорини тартиблаштириш миллий тизимлари таснифи, шакллари ва усуллари

Молия бозорини тартиблаштириш миллий тизимлари (жумладан, унсурлари) таснифи бўйича турли ёндашувлар мавжуд.

Молия бозори *сегментлари* бўйича тартиблаштириш уларда муомалада бўлувчи молиявий инструментлар билан боғлиқ операция ва муносабатларни мувофиқлаштириш ва назорат қилишга қаратилган бўлиши мумкин. Масалан, банк инструментлари сегментини тартиблаштириш элементи, суғурта инструментлари сегментини тартиблаштириш унсури, қимматли қоғозлар бозорини (сегментини) тартиблаштириш элементи, валюта сегментини тартиблаштириш унсури. Бу унсурларнинг барчаси биргаликда қўшилиб, уйғунликда бир бутун миллий тартиблаштириш тизимини ташкил қилади.

Фаолият турлари бўйича тартиблаштириш молия бозорининг қатнашчилари операцияларини (эмиссион, инвестицион, профессионал молиявий институтлар, савдони ташкиллаштиришни) мувофиқлаштириш ва назорат қилиш билан боғлиқ бўлиши мумкин.

Ташкилий тузилиши бўйича тартиблаштириш кўп поғонали мураккаб мувофиқлаштириш ва назорат қилиш тизими кўринишида бўлиши мумкин. Масалан, бир-бири билан боғлиқ тартиблаштиришнинг халқаро, миллий, регионаллараро, регионал ва муниципал поғоналари.

Тартиблаштириш *институтлари* бўйича – давлат органлари (Молия вазирлиги ва Марказий банк), ваколатли давлат муассасаси, квази-ҳукумат ташкилоти (умумиллий макрорегулятор), давлат ва ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилотлар билан биргаликда бўлган, алоҳида макрорегулятордан иборат тизим томонидан тартиблаштирилувчи тизимлар.

Тартиблаштириш *усуллари* бўйича – функционал, институционал, административ, индикатив, ўзини ўзи тартиблаштириш, макрорегулятив (9.5 параграфга қаралсин) ва гибрид (аралаш) усулларига асосланган тизимлар.

Тартиблаштиришнинг миллий тизимини ташкиллаштиришда қабул қилинган *ёндашувлари* бўйича – ҳукумат томонидан тўғридан тўғри тартиблаштириш (масалан, Ирландия, Нидерланды, Португалия), молия ва банк тизимларини регуляторлари бўлмиш органлар томонидан тартиблаштириш (масалан, Бельгия, Дания, Япония, Қозоғистон), махсус тузилган ваколатли давлат ташкилоти томонидан тартиблаштириш (масалан, АҚШ, Буюк Британия, Италия, Франция, Испания, Россия), аралаш тизимлар.

Тартиблаштириш *кўлами* (ҳажмининг кенглиги ва чуқурлиги) бўйича – молиявий глобал (халқаро, мета, планетар), макромолиявий ва микромолиявий даражада тартиблаштириш.

Тартиблаштириш *индикаторлари* бўйича – мета-, макро-, микроиндикаторларнинг чегаравий (критик) миқдорлари (энг паст ва энг баланд) даражалари доираси ичида (3.1 ва 3.2 параграфларга қаралсин).

Тартиблаштириш *инфратузилмавий таркиблари* бўйича – функционал ва институционал таркибларини уйғунликда тартиблаштириш тизими.

Тартиблаштириш *функциялари* бўйича – у ёки бу даражада молиявий глобал (халқаро, мета, планетар), макроиктисодий, микроиктисодий, қонунчилик, инфратузилмавий, индустриал, техник (бозорнинг сифат ва миқдорий параметрларининг оптимал даражасини ушлаб туриш) функцияларга асосланган тартиблаштириш тизимлари.

Молия бозорига *таъсир кўрсатиш* бўйича – умумиктисодий даражадаги билвосита (кредит-пул, бюджет-солиқ, ижтимоий, валюта, хусусийлаштириш ва ҳ.к. сиёсатлар негизида) ва бевосита (административ) таъсир кўрсатишга асосланган тартиблаштириш тизими.

Манфатларни *ҳимояланиши* бўйича – давлат манфаатларига, йирик (стратегик) инвесторлар манфаатига, миноритар (майда) инвесторлар манфаатларига, аралаш манфаатларга қаратилган тартиблаштириш тизимлари.

Иқтисодий тузум *шакли (моделли)* бўйича – очик ва ёпиқ иқтисодиёт моделларига асосланган тартиблаштириш тизимлари.

Тартиблаштириш *тузилмасининг ташкил этилиши* бўйича – фақат давлат регуляторларининг иштирокига, давлатнинг кўпроқ ва ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотларнинг камроқ иштирокига, давлатнинг камроқ ва ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотларнинг кўпроқ иштирокига асосланган тизимлар.

Тартиблаштириш *мақсадлари* бўйича – давлат, нодавлат ва бошқа турли мулк шаклидаги юридик шахслар, жисмоний шахслар (асосан инвесторлар) фаолияти (операциялари) ва функцияларини молия бозори қатнашчилари сифатида уйғунликда (интеграллашган ҳолда, тарзда) тартиблаштириш тизими.

Тартиблаштириш *моделлари* бўйича – мумтоз (англо-саксон), континентал (асосан германча), японча-корейсча, исломий (Индонезия, Малайзия, Покистон ва ҳ.к.), аралаш моделларга асосланган тартиблаштириш тизимлари.

Молия бозорини давлат томонидан тартиблаштириш шаклларини икки катта гуруҳга ажратиш мумкин:

- тўғридан тўғри ёки административ тартиблаштириш;
- билвосита ёки иқтисодий тартиблаштириш.

Масалан, қимматли қоғозлар бозорининг давлат бошқаруви:

- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари фаолиятига мажбурий талабларни белгилаш;

- эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилувраини (аввал рўйхатдан ўтказилган чиқарилувларнинг параметрларига кўшимчалар ва ўзгартириш-лар), қимматли қоғозлар эмиссия рисоласини рўйхатдан ўтказиш, ҳамда эмитентларнинг уларда назарда тутилган шартлар ва мажбуриятларга риоя қилишлари устидан назоратни амалга ошириш;

- қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозлар тўғрисидаги ахборот эмитентлар ва қимматли қоғозлар бозори қатнашчилари томонидан маълум қилинишини таъминлаш;

- мутахассисларни аттестациялаш, профессионал иштирокчилар фаолиятини лицензиялаш ва назорат қилиш;

- инвесторлар ҳамда қимматли қоғозлар бозорининг бошқа иштирокчилари берган шикоятларни кўриб чиқиш ва қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари бажариши мажбурий бўлган хулосалар чиқариш, кўрсатмалар бериш;

- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда қимматли қоғозлар бозорининг қатнашчилари фаолияти устидан назорат қилиш йўли билан амалга оширилади.

Қимматли қоғозлар бозорини давлат томонидан тартибга солиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан амалга оширилади.

Молия бозорини иқтисодий тартиблаштириш давлат томонидан қуйидаги иқтисодий ричаглар ва капиталлар ёрдамида амалга оширилади:

- солиққа тортиш тизими (солиқлар тури ва ставкалари, улар бўйича имтиёзлар);
- кредит-пул сиёсати;
- давлат капиталлари (давлат бюджетит, бюджетдан ташқари фондлар, молиявий ресурслар ва ҳ.к.);
- давлат мулки ва ресурслари (давлат компаниялари, табиий ресурслар ва ерлар).

Молия бозорларини тартиблаштириш концепциялари

Ҳозирда молия бозорларини тартиблаштиришда муҳим аҳамиятга эга бўлган баъзи концепцияларни келтириш мақсадга мувофиқ. Масалан, уларнинг қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин³⁷:

1. Инвесторларни ҳимоялашга асосланган тартиблаштириш концепция. Унга мувофиқ, инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминлаш молия бозори тартиблаштириш тизимининг энг муҳим, бирламчи, устувор вазифаси ҳисобланади.

2. Бор бўлган (мавжуд) фактлар бўйича текширишга асосланган тартиблаштириш концепция. Унга мувофиқ, биринчи концепцияда келтирилганларни ва инвесторларни турли рисклардан сақланишини таъминлаш борасида ваколатли давлат тартиблаштириш органи томонидан махсус қонуний меъёрлар ўрнатилган. Инвесторлар ҳимояси мавжуд ҳуқуқий тизимларда қимматли қоғозларни муомалага чиқарилишини “мавжуд фактлар бўйича текшириш”, “мовий осмон қонуни” шаклида намоён бўлган.

3. Информацияни мажбурий очиб беришга, умуман транспарентли-ликка (информацион шаффофликка) асосланган тартиблаштириш концепция. Унга асосан молия бозорининг барча қатнашчиларининг ҳар қандай фаолияти ва натижалари ошқора қилиниши зарур.

4. “Кенг иштирокчи” капитал бозорининг бошқа характеристика ва талабларини қондиришга асосланган тартиблаштириш концепцияси. Унга мувофиқ, молия бозори қонунчилигида профессионалларнинг ишончилиги ва малакалилийлиги, бозорни ликвидлиги, қонун ва тартибларни бажарилиши мажбурийлиги аниқ даражада таъминланиши лозим.

5. Эквивалентлиликни таъминлашга асосланган тартиблаштириш концепцияси. Ушбу концепциянинг асослари ушбу китобнинг I-II бобларида ва 4.8-чи параграфда келтирилган.

6. Молия бозори индустрияси сифатини бошқаришга асосланган тартиблаштириш концепцияси. Ушбу концепция муаллифнинг молия бозори индустрияси сифатини бошқариш назариясига асосланади³⁸.

7. Молиявий глобаллашув жараёнлари талаблари билан уйғунликда тартиблаштириш меъёрларини унификациялаштириш ва стандартлаштириш концепцияси. Ушбу концепцияга мувофиқ, барча малакатлар молия бозорлари тартиблаштириш тизимлари фаолиятида қўлланиладиган қонуний-меъерий ҳужжатлар шаклан фарқли бўлсада, мазмунан ва параметрлари ўхшаш маънода бўлиши тавсия этилади.

³⁷ Ушбу концепцияларнинг биринчи тўрттаси тўғрисида кенгрок маълумот олиш учун қуйидаги адабиётга мурожаат қилиш мумкин: А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.16-36. Қолган учта концепция муаллифнинг тадқиқотлари махсули.

³⁸ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.

Саволлар

1. Молия бозорини тартиблаштириш мазмуни, мақсадлари нимадан иборат?
2. Молия бозорини тартиблаштиришнинг қандай тизимлари, шакллари ва усуллари бор?
3. Молия бозорини тартиблаштиришнинг қандай концепциялари бор?

Топшириқлар

1. Молия бозорини тартиблаштириш концепциялари тўғрисида рефератив обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

2. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш институтлари ва уларнинг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти

Тартиблаштириш институтлари тизими

Турли мамлакатларда молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш учун бош ва энг асосий институтлар бўлиб фақат давлат молия органлари ва/ёки ҳукумат томонидан ваколат берилган давлат муассасаси ҳисобланади. Масалан, Германия, Австралия, Канада, Япония, АҚШ, Бельгия, Франция, Буюк Британия, Италия ва Испанияда ҳукумат органлари ёки конун билан назарда тутилган муассасалар. Хусусан, Канадада қимматли қоғозлар бозори провинциялар органлари томонидан тартиблаштирилади, Японияда эса аввал Молия вазирлигида бўлган, ҳозирда алоҳида бўлган молиявий хизматлар Агентлиги (макрорегулятор функциясини бажаради ва унга қимматли қоғозлар ва биржа савдолари устидан назорат бўйича Комиссия бўйсунди), АҚШда қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссия, Австралияда – қимматли қоғозлар бўйича Комиссия, Бельгияда - банк ва молия Комиссияси, Ўзбекистонда – Давлат мулки Қўмитаси қошидаги қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази ва ҳ.к.

Бошқа бир мамлакатларда эса ваколатли махсус давлат тартиблаштириш органлари билан бирга молия бозори профессионал қатнашчилари-нинг ихтиёрий тарзда бирлашган нодавлат нотижорат ташкилотлари бўлган ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилотлар (ЎЎМ) намоён бўлади. Лекин бундай мамлакатларда ЎЎМ ташкилотлар молия бозорида маълум бир тартиблаштириш функцияларини бажариш учун ваколатли давлат тартиблаштирувчи органи томонидан аккредитацияланиб руҳсат берилади.

АҚШ мисолида ЎЎМ ташкилотлар на фақат ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи функцияларни, балки бозорни ташкиллаштириш функциясини ҳам бажаради. Хусусан, қимматли қоғозлар бўйича дилерларнинг Миллий ассоциацияси ЎЎМ ташкилот сифатида тузилган бўлиб, унга биржадан ташқари бозор ва унинг электрон савдо тизимлари (масалан, НАСДАК) бириктирилган. АҚШ фонд биржалари эса ЎЎМ ташкилотлари мақомини олганлар. Бундай модел Россияда ҳам қабул қилинган (қуйидаги жуфтликлар мисолида: ММВБ – НФА, РТС – НАУФОР).

Ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи ташкилотлар

Ўзбекистонда инвесторлар, қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари ва уларнинг мижозлари манфаатларини ҳимоя қилиш мақсадида нодавлат ва нотижорат ташкилотлар тарзида қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчиларининг бирлашмалари (уюшмалари) ташкил этилиши мумкин.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари бирлашмаси (ассоциацияси) қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органига ўзининг таъсис ҳужжатларининг нусхаларини тақдим этади, шунингдек белгиланган муддатда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органига ўзининг фаолиятини амалга оширишда тасдиқланган низом ва қоидаларини тақдим этади.

Бирлашма (уюшма)нинг барча даромадлари у томонидан фақат устав вазифаларини бажариш учун сарфланади ҳамда қатнашчилар ўртасида тақсимланмайди.

Бундай бирлашмаларни (ассоциацияларни) ўзини ўзи мувофиқлаштириш (ЎЎМ) ташкилотлари деб юритилади.

ЎЎМ ташкилотлари қуйидаги ҳуқуқларга эга:

- қонун ҳужжатлари асосида ва мувофиқ ўз қатнашчиларининг қимматли қоғозлар бозорида фаолият юритишнинг ягона қоидаларини, шунингдек уларнинг касбий этикаси қоидаларини ишлаб чиқиш;

- қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга ошириш учун махсус рухсатномалар (лицензиялар) бериш мумкинлиги тўғрисидаги тавсиявий ҳулосалар бериш, қимматли қоғозлар бозорига оид қонун ҳужжатлари бузилган ҳолларда бундай рухсатномаларни (лицензияларни) амал қилишини тўхтатиб турилиши, тугатилиши ёки бекор қилиниши бўйича илтимосномалар киритиш;

- қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчиларининг мутахассисларини тайёрлаш дастурларини ишлаб чиқиш;

- ўз аъзолари ўртасида низо ва келишмовчиликларни ҳал қилиш қоидаларини ўрнатиш.

Қимматли қоғозларга оид қонун ҳужжатларини ЎЎМ ташкилотининг аъзоси томонидан бузилиши аниқланса, у дарҳол бу ҳақда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органига маълум қилиши шарт.

Инвесторлар ва ўзининг аъзолари манфаатларини ҳимоя қилиш мақсадида ЎЎМ ташкилоти давлат божи тўламасдан судга даъволар билан мурожаат қилиши мумкин.

Жаҳон тажрибасидан маълумки³⁹, ЎЎМ ташкилотлари ўзларининг самарали регулятор эканлигини тасдиқлади.

Тартиблаштириш институтларининг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти

Умуман олганда, қайси мамлакатда ҳам давлат, ҳам ЎЎМ ташкилотлар тартиблаштириш тизимини ташкил этса, бу институтлар молия бозорида бир-бирлари билан демократик тамойил асосида узвий боғлиқликда бозорни самарли мувофиқлаштиради ва назорат қилади. Бу институтларнинг ўзаро боғлиқлиги қуйидагиларда намоён бўлади:

- миллий бозор иккала институт учун ҳам бир бутун бўлганлиги ва ундаги уларнинг манфатлари давлат (ҳалқ, жамоатчилик) манфаатларидан келиб чиқади;

- молия бозори алоҳида юқори даражада ташкиллашган мураккаб иқтисодий-ҳуқуқий муносабатлар тизими бўлганлиги ва унда турли ҳил қатнашчилар ва давлатнинг ўзаро манфаатлари баъзан конфликт ҳолларда бир-бирига мос келавермаслиги сабабли давлат ва профессионал қатнашчилар манфаатларининг оптимал балансини самарали таъминлаш зарурлиги;

- молия бозори турли омилларга таъсирчан бўлганлиги сабабли кризислар вужудга келиши ва бу кризислардан чиқиш учун ҳам давлатнинг, ҳам бозорнинг бошқа қатнашчиларининг кучларини оператив сафарбар қилиш зарурлиги;

- молия бозори фаолият механизми фақат унинг барча қатнашчилари томонидан уйғунликда ҳаракатга келтирилиши мумкинлиги;

- молия бозорига оид ишлаб чиқилган қонун ҳужжатлари лойиҳаларини бозор профессионаллари, эмитентлар ва инвесторлар ўртасида муҳокама қилиб амалиётга киритиш мақсадга мувофиқлиги;

- молия бозорини фақат давлат томонидан тартиблаштириш билан боғлиқ сарф-ҳаражатларнинг катталиги ва ҳ.к.

Саволлар

1. Молия бозорини тартиблаштириш институтлари тизими деганда нима тушунилади?
2. Ўзини ўзи мувофиқлаштириш ташкилотлари мазмуни нимада?
3. Молия бозорини тартиблаштириш институтлари нима учун ўзаро боғлиқ?
4. Молия бозорини макроиқтисодий даражада нима учун ва қандай тартиблаштирилади?

Топшириқлар

1. Молия бозорини тартиблаштириш институтлари фаолияти тўғрисида электрон

³⁹ А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юрический Дом «Юстицинформ», 2003.- 66.240-259.

презентация тайёрланг.

2. Терминлар луғатини тузинг.

3. Молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш моделлари

Тартиблаштириш тизимларини яна куйидаги белгилар билан ҳам таснифлаш мумкин:

Поғоналарига кўра тартиблаштириш глобал кўп (5) поғонали (бир-бири билан боғлиқ тартиблаштиришнинг халқаро, миллий, регионаллараро, регионал ва муниципал поғоналари) ва миллий кўп поғонали (федерал, регионал, муниципал поғоналар) мувофиқлаштириш ва назорат қилиш модели кўринишида бўлиши мумкин.

Тартиблаштириш **усуллари** бўйича – административ, индикатив (макроиктисодий), макрорегуляторли (9.5 параграфга қаралсин) ва гибрид (аралаш) усулларига асосланган моделлар. Бу моделларда молия бозорига умумиктисодий даражадаги билвосита (кредит-пул, бюджет-солиқ, ижтимоий, валюта, хусусийлаштириш ва ҳ.к. сиёсатлар негизда) ва бевосита (административ) таъсир кўрсатишга асосланган бўлиши мумкин.

Тартиблаштиришнинг миллий тизимини ташкиллаштиришда қабул қилинган ёндашувлари бўйича – ҳукумат томонидан тўғридан тўғри тартиблаштириш (масалан, Ирландия, Нидерланды, Португалия), молия ва банк тизимларини регуляторлари бўлмиш органлар томонидан тартиблаштириш (масалан, Бельгия, Дания, Япония, Қозоғистон), махсус тузилган ваколатли давлат ташкилоти томонидан тартиблаштириш (масалан, АҚШ, Буюк Британия, Италия, Франция, Испания ва ҳ.к.), ваколатли давлат органлари ва ЎЎМ ташкилотлари билан биргаликда тартиблаштириш моделлари.

Манфатларни ҳимояланиши бўйича – давлат манфаатларига (Покистон, Эрон), йирик (стратегик) инвесторлар манфаатига (Германия, Франция, Бельгия ва ҳ.к.), миноритар (майда) инвесторлар манфаатларига (англо-саксон), аралаш манфаатларга қаратилган тартиблаштириш моделлари.

Иқтисодий тузум шакли бўйича – очик (барча индустриал ҳамда кўпчилик ривожланаётган мамлакатлар) ва ёпиқ (Эрон, Покистон ва шу каби ёпиқ равишда ривожланаётган давлатлар) иқтисодиёт моделларига асосланган тартиблаштириш моделлари.

Молия бозори моделлари бўйича – мумтоз (англо-саксон), континентал (асосан германча), японча-корейсча, исломий (Индонезии, Малайзия, Покистон ва ҳ.к.), аралаш моделларга (3.3 ва 3.4 параграфларга қаралсин) асосланган тартиблаштириш моделлари.

Жаҳон амалиётидаги молия бозорларини тартиблаштириш моделлари самарадорлигини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган натижавий аналитик маълумотлардан кўриш мумкин. Айтиш мумкинки, ушбу маълумотлар асосида турли мамлакатларда қабул қилинган тартиблаштириш модели фаоияти сифатига баҳо бериш мумкин.

Саволлар

1. Молия бозорини тартиблаштириш моделларини инфратузилмавий мезонлар асосида қандайларга ажратилади?

2. Макрорегулятор нима ва унинг қандай турлари бор?

3. Молия бозорини тартиблаштириш тизимлари қайси белгилар бўйича таснифланади?

Топшириқлар

1. Молия бозорини тартиблаштириш моделлари тўғрисида рефератив обзор тайёрланг.

2. Терминлар луғатини тузинг.

4. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилишнинг жаҳон амалиёти

Қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштиришнинг жаҳон амалиёти фонд бозорини мувофиқлаштириш ва фонд қонунчилиги ижросини назорат қилиниши тизими бўйича ташкиллаштириш моделларининг турлигини кўрсатади (9.1 ва 9.3 параграфларга қаралсин). Жаҳон амалиётида энг кўзга кўринган баъзи регуляторларни кўриш билан чегараланамиз,

чунки бошқа кўпчилиги уларнинг у ёки бу жиҳатларини ўз ичига олган.

Америка Қўшма Штатлари қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириши тажрибаси

Жаҳон амалиётида мумтоз ҳисобланган АҚШ модели ҳозирда бошқа мамлакатлардаги тартиблаштириш тизими моделларига қараганда нисбатан самаралиларидан бўлиб келмоқда.

АҚШ моделига кўра, “Қимматли қоғозлар муомаласи тўғрисидаги” қонунга биноан 1934 йилда тузилган “Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссия” (қуйида қисқача Комиссия деб юритамиз) фонд бозорининг бош регулятори ҳисобланади. Комиссия бир вақтнинг ўзида ҳам назорат ва ҳам қонуний тартиб-қоидаларни ўрнатувчи давлат органи функциясини бажаради.

Бундан ташқари Комиссия федерал судларни маслаҳатчиси ҳамдир.

Комиссия ҳар йили Конгрессга қимматли қоғозларга оид қонунларни бажарилиши тўғрисида ҳисоботий маъруза тақдим этади.

Комиссия раҳбарияти 5 кишидан иборат бўлиб, уларнинг ҳар бири 5 йиллик муддатга АҚШ Президенти томонидан Сенат билан келишилган ҳолда тайинланади. Комиссия раиси Президент томонидан тайинланади. Комиссия аъзоларининг ваколати бир муддатда (кунда ва йилда) тугамайди, балки ҳар бирининг ваколат муддати бошқалариникига нисбатан бир йил оралиқ билан йилнинг 5 июнида тугайди, яъни 5 йил ўтиши биланоқ (охириги йилнинг 5 июнида) бир аъзонинг ваколати тугайди. Комиссиянинг уч аъзосидан кўпи бир сиёсий партияга таалуқли бўлиши мумкин эмас. Комиссиянинг штати бўлим ва бошқармалардан (жумладан, 11 регионал ва округ бошқармаларидан) иборат бўлиб, бошлиқлари Раис томонидан тайинланади. Штаб-квартираси Вашингтонда жойлашган.

Япония қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириши тажрибаси

1948 йилда “Қимматли қоғозлар ва биржалар тўғрисидаги” қонунга биноан АҚШ моделига ўхшаш Молия вазирлиги ҳузурида, лекин маълум даражада ундан ҳолис ва ҳукумат органи мақомига эга бўлган “Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комисси” ташкил этилган.

1964 йилда комиссия негизида Молия вазирлиги таркибида маҳсус Бюро ташкил этилиб, унинг ичига қуйидаги олти бўлим кирган: Мувофиқлаштирувчи, капиталлар бозори, акциядорлик жамиятлари молияси, қимматли қоғозлар савдоси бозорлари, фонд фаолияти, назорат бўлимлари. Булардан ташқари Бюро таркибида нисбатан мустақил бўлган қуйидаги тузилмалар фаолият юритган: фонд бозори бўйича Кенгаш, бухгалтерлик ҳисоб бўйича Кенгаш, сертификацион давлат имтиҳони Комиссияси.

Жойларда назорат фаолиятини амалга оширувчи 9 молиявий бюро, 40 молия бўлимлари ва Оқинавани ривожлантириш Агентлигининг умумий бюроси бўлган.

1992 йилда Бюронинг ўрнига макрорегулятор сифатида молиявий хизматлар бўйича Агентлик тузилган.

Германия қимматли қоғозлар бозорини тартиблаштириши тажрибаси

1995 йилда “Молия бозорини ривожлантиришга кўмаклашиш тўғрисидаги” қонунга биноан федерал регулятив орган бўлган “Қимматли қоғозлар бўйича Комиссия” тузилган. Бу органга параллел ҳолда Франкфурт фонд биржасида “Статс-комиссариат” ташкил этилган бўлиб (бу органни статс-комиссар бошқаради), бу орган биржалар фаолиятини тартиблаширади (шунга ўхшаш орган Люксембургда “Биржавий кузатув кенгаш” бўлиб, у ягона ва бош регулятор ҳисобланади). Бунга қарамасдан, Комиссия расмий равишда бош регулятор ҳисобланади.

Аммо, Германияда бозорнинг профессионал қатнашчилари банклар бўлгани учун, бозорни тартиблаштиришда асосий ролни “Банклар устидан Федерал назорат палатаси” ўйнайди. Айнан шу федерал орган фонд бозорининг барча қатнашчилари фаолиятини мувофиқлаштиради ва назорат қилади. Шунга ўхшаш банкларнинг регулятив органи (Банк инспекцияси) Швецияда мавжуд бўлиб, бу орган қимматли қоғозлар бозорида ягона ва бош регулятор ҳисобланади.

Шундай қилиб, Германияда бирамасига бир нечта регулятор мавжуд.

Ҳозирда АҚШ, Буюк Британия, Франция, Япония ва баъзи бошқа давлатларнинг қимматли

қоғозлар бозорини тартиблаштириш органлари вакиллари томонидан қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялар устидан назорат қилиш бўйича миллатлараро орган тузиш масаласи кўрилмоқда, ажаб эмас яқин келажакда бундай халқаро регулятор пайдо бўлади.

Бу борада халқаро ташкилотларнинг хизмати катта (6.5 параграфга қаралсин). Мисол тариқасида МВФ, Жаҳон банки, ХМК, IOSCO, ИХРТ (6.5 параграфдаги Халқаро ўттизлик гуруҳи тавсияларига қаралсин).

Бунда IOSCO ташкилоти томонидан тавсия қилинган регуляторларнинг иккиламчи бозорларга нисбатан қўйиладиган талабларини келтириш ўринли⁴⁰. Бу талабларни таҳлили куйидаги жадвалда келтирилган.

Талаблар объекти

Операторнинг компетентлиги узлуксиз риюя қилинувчи талаб бўлиши лозим.	томонидан компетентлиликни мажбурий баҳоланиши	назорат
бундай рискларни чегараловчи пруден-циал ва бошқа талабларга жавоб бериши лозим	қилинади	
қоғозлар тегишли дизайни ва улар билан савдо тартиблари бозорни сифат кўрсаткичларини белгилувчи критик аспектлар ҳисобланади	турлари тўғрисида маъ-лумотга эга бўлиши лозим. Регулятор савдо тартиблари ва тамойил-ларини, маҳсулотлар дизайни ва турларини тасдиқлаши керак.	тизимига киритилиши
бозорга кириш мезон-лари ва тартибларини назорат қилиш билан таъминлаш бўлиши лозим.	солиштириб текшириб (верификацияланиб) борилади.	киритиш
тартиб-қоидаларга риюя қилинган бўлиши лозим.	киритилиши регу-лятор ва қатнашчилар учун аниқ ва тушу-нарли бўлиши керак.	битишув-лари ижроси
қўлланилиши лозим.	нарли очиб берилиши керак.	информация
асосида таъминланиши лозим.	қатнашчи-лари устидан назорат	жараёнини мониторинг қилиш, назорат қилиб бориш, низоларни ҳал қилиш, апелляция қилиш, операциялар бажариш ва ҳ.к. механизмларини яратиши лозим.
меха-низмларни ишончли ишлашини баҳолайди ва назорат қилади.	узулишлари	
узлуксиз назорат қилиниши лозим.	регуляторга қарор қабул қилиш учун тақдим этилади.	шаффофлиги
вақти ва савдоорти босқичларида) барча маълумотлар билан таъминланиши лозим.		

⁴⁰ Objectives and Principles of Securities Regulation. A Report of IOSCO, September 1998, <http://www.iosco.org>; А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.277-280.

манипуляция ва зарали амалларни олдини олиш ва маън этиш бўйича тартиб-қоидалар мавжуд бўлиши лозим.
тўғрисидаги информа-цияга эга бўлиш бўйича тартиб-қоидалар мавжуд бўлиши лозим.

бўлади: риск-ка, бозорни узлуксиз мониторингига, позици-яни ёпишга мажбурлаш-га, киритиладиган мар-жани оширишга, муд-датли битишувларни чегаралашга ва ҳ.к. китоб-лар ва клиринг берилишини таъминлайдиган ҳисоб-китоблар ва клиринг бўйича тегишли тартиб-қоидалар ва операцион тартиблар ўрнатилиши лозим.
тизими усидан тўғридан тўғри назорат ўрнатади.
(верификация)

клиринг тўғрисидаги информация асосида тезкор (реал вақтга яқинлаштирилган тарзда автоматлаш-тирилган равишда) верификациялаштириши лозим.
тизим-лари рисклари қилиш ва рискларни пасайтириш учун тартиблар ўрнатилиши лозим. Рискларни пасайтиришда қуйидаги инструментлар қўлланилиши мумкин: маржаларга талаблар, автоматик узишлар, позицияларнинг лимитлари, савдоларни тўхтатиш, капитални етарлилиги талаблари, рискларни бошқариш тизимлари, операцион стандартлар, кредитлаш лимитлари, суғуртавий қоплаш, дубл тизимлар ва кафолат фондлари.
талаблар ўрнатиш лозим.
берилиши

чеклаш зарур. Бунда қимматли қоғозлар билан ссуда беришга руҳсат берилиши мумкин (нархларни пасайтириш бўйича ўйин учун қўлланилади). Регуляторга эгалланган қисқа позициялар ва ссудалар тўғрисида ҳисоботлар берилади (сабаби - риска бозор экспозициясини чегаралаш).

Кўриниб турибдики, бу талабларнинг барчаси савдо тизимларида транспарентлик, самаралилик, ишончлилик ва рисксизлилик даражасини оширишга қаратилган.

Саволлар

1. АҚШ фонд бозорини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
2. Япония фонд бозорини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
3. Буюк Британия фонд бозорини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
4. Германия фонд бозорини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
5. Бошқа давлатлар фонд бозорларини тартиблаштириш тажрибасининг хусусиятлари нимадан иборат?
6. IOSCO талаблари нимадан иборат?

Топшириқлар

1. Фонд бозорларини тартиблаштиришнинг жаҳон тажрибаси тўғрисида рефератив обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

5. Молия бозори макрорегулятори концепцияси

Эслатиш жоизки, бошқа илмий манбалардагилардан фарқли, биз “мегарегулятор” термини ўрнига “макрорегулятор” сўзини қўллаيمиз. Чунки, бу сўз, бизнингча, шаклан ва мазмунан барчага сингиб кетган, табиий бўлиб қолган “макроиктисод”, “макроиндикатор”, “макромодел” ва ҳ.к. каби тушунчалар билан кўпроқ уйғунлашиб мос келади. “Мегарегулятор” термини эса кўпроқ “мегаполис” тушунчасининг шакли ва мазмунига мосроқ келиши мумкин. Агар, ҳар қандай миллий молия бозорни фақат алоҳида олинган шаҳар ёки район мегаполиси ичида эмас, балки бир бутун мамлакат доирасида, ўта

ривожланган молия бозорларини эса жаҳон миқёсида фаолият юритишини ҳисобга олсак, унда мос равишда “макрорегулятор” ва “метарегулятор” терминлари ва тушунчаларини қўлланилиши тўғрироқ эканини пайқаб олиш қийин эмас. Аммо, таъкидлаш ўринлики, фикримизча, мавжуд илмий манбаларда миллий молия бозорларига нисбатан қўлланилган “метарегулятор” тушунчаси мазмунан қўлланилиши бўйича бизнинг “макрорегулятор” терминимиз билан бир ҳил маънони англатади.

Макрорегулятор – миллий молия бозорини тартиблаштиришнинг алоҳида кўринишда тузилган ташкилий-ҳуқуқий шакли бўлиб, молия бозорини самарали мувозанатлаштирувчи механизм сифатида фаолият юритувчи мураккаб сиёсий-иқтисодий-ҳуқуқий-ижтимоий бозор механизми билан таъминланган молия бозорини умуммиллий даражада комплекс тартиблаштирилишини ва ривожланишини таъминловчи мураккаб тузилмали тизимдир.

Энг муҳими ва аҳамиятлиги шундаки, макрорегулятор ёрдамида молия бозорининг барча қатнашчилари манфаатлари давлат сиёсати доирасидаги манфаатлари билан уйғунликда ўзаро баланслаштирилган ҳолда амалга оширилади.

Жаҳон амалиётида мавжуд макрорегуляторларни шартли равишда икки катта гуруҳга ажратиш мумкин:

- фақат (ёки кўпроқ) назорат функцияларини бажарувчи макрорегуляторлар. Масалан, бундайлари Японияда 1998 йилдан (*Financial Supervisory Agency*), Жанубий Кореяда 1998 йилдан (*Financial Supervisory Commission*);

- ҳам назорат, ҳам меъёрлаштирувчи (тартиб-қоидаларни ўрнатувчи) функцияларни бир вақтнинг ўзига амалга оширувчи макрорегуляторлар. Масалан, бундайлари Буюк Британияда 1997 йилда (*Financial Services Authority*), Австралияда 1998 йилда (*Australian Securities and Investments Commission, Australian Prudential Regulation Authority*).

Макрорегулятор тенденциясини пайдо бўлиши муносабати билан молия бозорини тартиблаштиришнинг камида иккита моделини ажратиш мумкин. Буларнинг ҳар бир маълум бир ижобий томонларга ва камчиликларга эга.

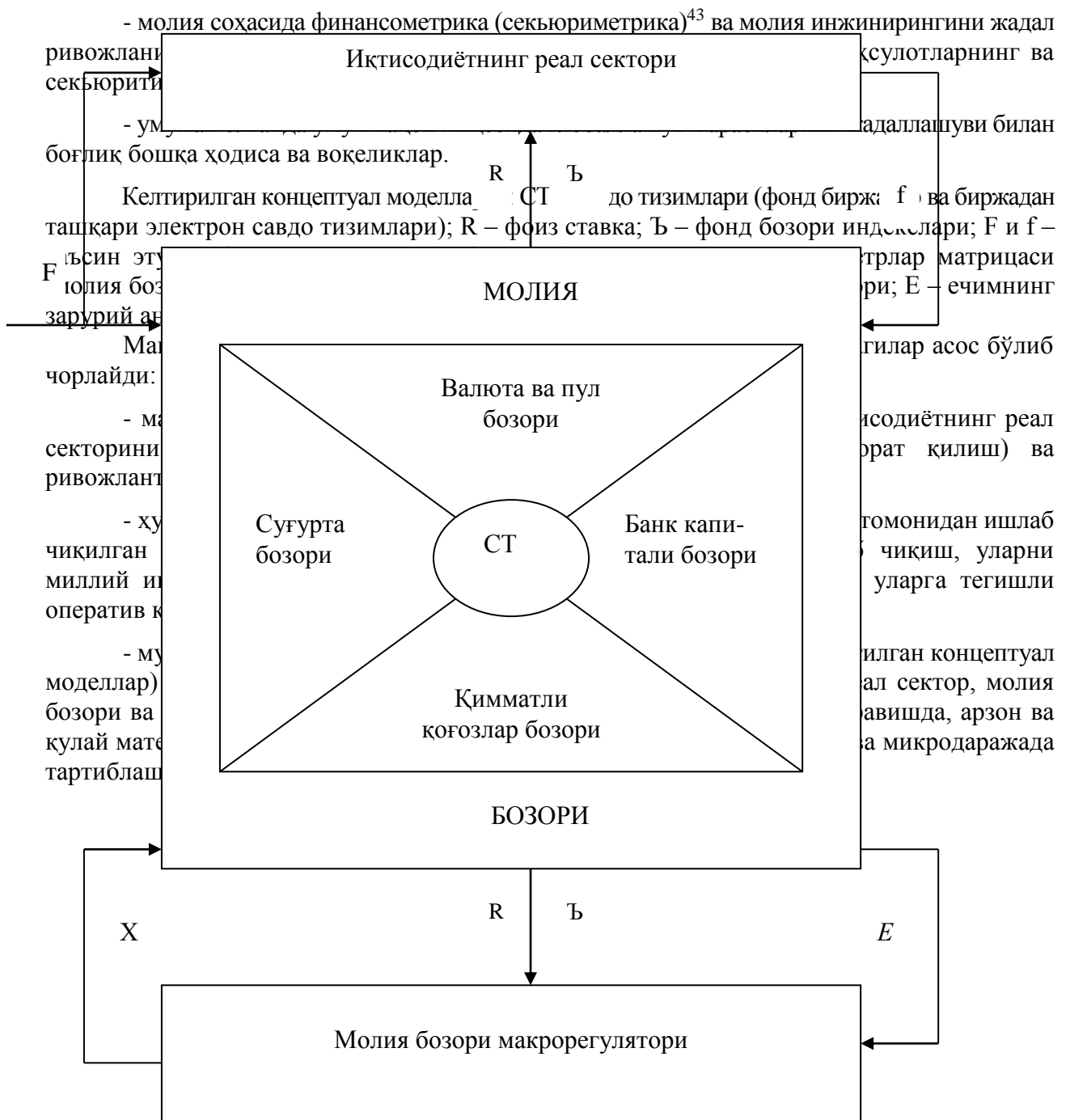
Макрорегуляторларнинг бир-биридан фарқ қилиши эса дунёда ҳанузгача абсолют бир ҳил бўлган молия бозорининг давлат тартиблаштириш тизими йўқлиги билан белгиланади. Лекин бу ҳолат барча мамлакатларда макрорегулятор концепциясини қўллаш мумкин эмас деган фикрга олиб келмаслиги лозим. Аммо, бунда барча макрорегуляторларни ўзаро гармонизациялаштириш муаммосини эсдан чиқармаслик зарур⁴¹.

Ўзбекистонда макрорегуляторни тузиш келажакда молиявий глобаллашув жараёнларига осонроқ ва тўлиқ қўшилиш имконини бериши мумкин бўлиб, жаҳонда ривож топиб бораётган қуйидаги иқтисодий тенденциялар ва назарий концепциялар билан белгиланади:

- молия институтлар ва улар инструментларининг универсаллашуви;
- молия бозорларининг турли сегментларида фаолият юритувчи молиявий конгломератларни ташкил топиши;
- молия институтларининг бир-бирлари ўртасида ўзаро молиявий инструментлар билан алмашилиши;
- миллий регулятив нормаларнинг ўзаро унификациялашуви, стандартлашуви ва мослашуви йўли билан миллий молия бозорларининг интернационаллашуви ва глобаллашуви, молия бозорлари қатнашчилари фаолиятининг информацион транспарентлиги ва рисксизлиги даражаларини ортиб бориши;

⁴¹ - молиявий инструментларнинг диверсификацияланишида Интернет-молиявий бизнесни жадал ривожланиши
Davies Howard, Chairman, Financial Services Authority. The Single Financial Market in Five Years Time: How Will Regulation Work?//Brussels: Speech 20 March, 2000.

⁴² Шохазамидий Ш.И. Қачество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг. Т.: ТФК, 2004. 138 с.
Молия бозорлари индустрияси сифатини бошқаришнинг комплекс тизимларини шаклланиши⁴²;



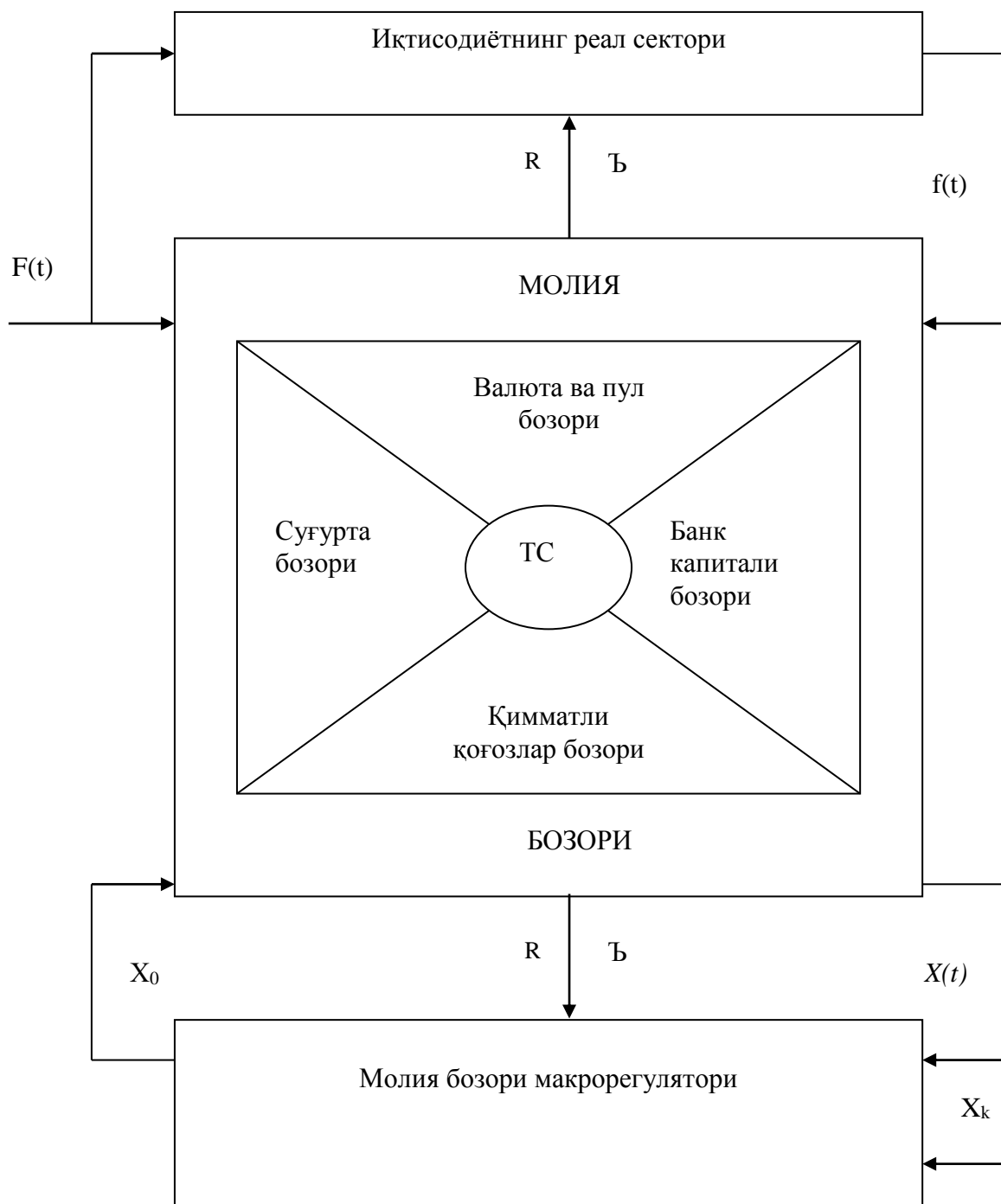
$$AX=F$$

$$AX - F=E$$

⁴³ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.

⁴⁴ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

Расм.9.5.1. Матрицавий-вектор шаклидаги алгебраик тенгламалар системаси ёрдамида ифодаланувчи мувозанатлашувчи квазианалог модел кўринишидаги концептуал модел (мувозанатлаштирилувчи мураккаб иқтисодий тизим)



$$T \frac{dx}{dt} + A(x)X = F(t),$$

$$X(0) = X_0$$

Расм.9.5.2. Матрицавий-вектор шаклидаги дифференциал тенгламалар системаси ёрдамида ифодаланувчи мувозанатлашувчи квазианалог модел кўринишидаги концептуал модел
(мувозанатлаштирилувчи мураккаб иқтисодий динамик тизим)
Макрорегуляторнинг таркибий қисмларини ташкил этувчи органлар ваколати ва

фаолиятини Ўзбекистон мисолида кўриб чиқамиз.

Мувофиқлаштирувчи орган депутатлар, Марказий банк ва Ҳукумат органларининг (иқтисодий, ижтимоий, хизматлар ва саноат комплексларига кирувчилари) ҳамда нодавлат нотижорат ташкилотлар ўзаро келишган ҳолда молия бозорига сиёсатлари ва фаолиятларини самарали уйғунлаштириб юритишлари учун ташкил этилади. Масалан, бу орган таркибига қуйидаги нодавлат нотижорат ташкилотларнинг ваколатли вакиллари кириши мумкин: ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар, Ўзбекистон банклари ассоциацияси, Савдо-саноат палатаси, истеъмолчилар ҳуқуқларини ҳимоялаш бирлашмалари Федерацияси ва ҳ.к. Ушбу орган молия бозори бўйича ҳуқуқ ўрнатувчи функциясини бажаради. Ушбу органга ҳар бир сиёсий партиядан бир депутат кириши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, макрорегуляторнинг ушбу органига Марказий банк ва Молия вазирлигига тегишли сиёсатларни юритиш функцияси берилиши мумкин эмас. Бунда макрорегулятор функциясига миллий валюта курсини ушлаб туриш, охириги инстанция кредитори, банклараро кредит ставкасини ўрнатиш, эмиссия (пул ва давлат қимматли қоғозлари) ваколатлари кириши мумкин эмас.

Эксперт орган ҳолис маслаҳат бериш, тақдим этилган меъёрий ҳужжатлар лойиҳаларини ҳолис экспертиза қилиш ва ички арбитраж вазифаларини бажариши мумкин. Бу орган мамлакат Парламенти билан мувофиқлаштирувчи кенгаш ва ижроия органининг фаолияти сифатини экспертиза қилиб бориш мақсадида узвий ишлайди ва унинг таркибига молия соҳаси ва бозорини профессионал равишда биладиган депутатлар (бир сиёсий партиядан бир киши), юқори малакали молия соҳаси амалиёти мутахассислари ва молиячи олимлар Парламент (Қонунчилик Палатаси) тавсияси билан киритилади. Бунда Парламент эксперт комиссияси ва мувофиқлаштирувчи кенгашнинг таркибини белгилайди, тасдиқлайди ва ўзгартиради.

Макрорегуляторнинг жорий назорат ижроия органи функциясини молия бозорини тартиблаштиришга ваколатли алоҳида давлат ташкилоти бажаради. Бу ташкилот ўз фаолиятида мувофиқлаштирувчи кенгаш олдида ҳисобот беради ва эксперт комиссияси учун очиқ (шаффоф) бўлади. Унинг раҳбарияти 3 кишидан иборат (Раис ва икки ўринбосар) бўлиб, уларнинг ҳар бири уч йилда (раҳбарият ишини тўхтатмаслик ва узлуксизлигини таъминлаш учун) Давлат раҳбари (Ўзбекистон Республикаси Президенти) томонидан Олий Мажлис Сенати билан келишилган ҳолда тайинланиб ва ротацияланиб борилади. Бунда орган раҳбариятига аввал тайинланган киши бошқа маротаба қайта тайинланиши мумкин. Лекин бу орган раҳбарияти таркибига (Раис ва икки ўринбосар) тайинланган бир аъзо фақат бир сиёсий партия аъзоси ёки партиясиз (алоҳида ҳода) бўлиши мумкин.

Бунда молия бозорини тартиблаштиришга ваколатли алоҳида умуммиллий мавқега эга макрорегуляторнинг жорий назорат ижроия органи Марказий банк ва Ҳукумат органларига бўйсунмаслиги лозим. Бу органни молия бозори бўйича давлат Комиссияси (МБДК) деб номлаш мумкин. МБДК Ўзбекистон Респудликаси Президентига бўйсунди ва фаолияти Парламент (жумладан, унинг томонидан тасдиқланган мувофиқлаштирувчи кенгаш) томонидан назорат қилиб борилади. МБДК молия бозори қатнашчиларига нисбатан ҳуқуқ қўллаш ва назорат функциясини бажаради.

МБДК раиси бир вақтнинг ўзида мувофиқлаштирувчи органда раислик қилиш ваколати Парламент томонидан келишилган ҳолда берилиши мумкин.

Умуман олганда, макрорегулятор Парламент олдида мунтазам ҳисобот бериб борувчи ва унга бўйсунувчи (тобе) маҳсус умуммиллий орган ҳисобланиб, унинг фаолият механизми маҳсус у тўғрисидаги алоҳида қонун билан белгиланилиши зарур.

Бундай шаклда ташкиллаштирилган макрорегулятор ҳозирда жаҳон амалиётида мавжуд бўлган (юқорида икки катта гуруҳга ажратилган) макрорегуляторларнинг (мегарегуляторларнинг) фаолият механизмини анча такомиллаштириши, уларнинг ҳуқуқ ўрнатиш ва ҳуқуқ қўллаш функцияларини биргаликда уйғунлашган ҳолда амалга

оширилишини таъминлаши мумкин⁴⁵.

Саволлар

1. Молия бозори макрорегулятори тушунчасининг мазмуни нимадан иборат?
2. Жаҳон амалиётидаги макрорегуляторлар қандай гуруҳларга ажратилади?
3. Ўзбекистонда макрорегуляторни тузиш нималардан келиб чиқади ва қандай натижалар беради?
4. Макрорегулятор моделлари қандай бўлиши мумкин?

Топшириқлар

1. Макрорегуляторлар тўғрисида аналитик обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

6. Молия бозори транспарентлиги, ундаги ахборот ва ҳисоботлар тизими

Молия бозори транспарентлиги деганда молия бозори ва унинг барча қатнашчилари фаолияти тўғрисидаги информацияларни (маълумот ва ҳисоботларни) очиқлиги, ошкоралиги, аниқлиги, тўлиқлиги, ўз вақтида (белгилан-ган муддатларда) берилиши ва тўғрилиги, умуман олганда информацион шаффофлиги тушунилади. Маълумот ва ҳисоботларларни ихтиёрий (зарурат асосида) ва мажбурий равишда транспарентлиликнинг маълум сифат даражасида берилиши мумкин бўлганлари мавжуд.

Молия бозори транспарентлигининг бош мақсади инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини ҳамда рискларини пасайтирилишини таъминлашга қаратилган бўлиб, ўз ичига сифатли очиб берилиши мажбурий ва ихтиёрий бўлган информациялар ҳамда уларга қўйилган қонуний сифат талаблари тизимини олади. Транспарентликнинг бош вазифаси молия бозорида содир бўлиши мумкин бўлган ҳар турдаги рисклар, товламачиликлар ва қонунбузарликларни информациялар тизими орқали олдини олиш ва пасайтириш.

Транспарентлик усуллари ва шакллари молия бозорига оид қонунчилик ҳужжатлари билан белгиланади.

Информацияни очиб бериш шакллари турли бўлиши мумкин, масалан, молия бозори қатнашчилари тўғрисидаги ҳисоботлар ва информацияларнинг стандарт шакллари. Бундай стандарт шаклларда тузилган ва тўлдирилган ҳисобот ва информациялар қонунчилик ҳужжатларига мувофиқ белгиланган сифат даражасида, муддатларда, ҳажмларда ва тартибда очиб берилиши ва тақдим этилиши талаб қилинади.

Транспарентлиликни таъминлаш борасида административ ва жамоатчилик чоратадбирларига асосланган усуллар қўлланилади, яъни, информацияни очиб беришлик мос равишда давлатнинг қонунчилик ҳужжатлари ва жамоатчилик (ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар) меъёрлари асосида амалга оширилади. Аммо, бу усулларнинг ичида энг устувори ва зарури административ усул ҳисобланади, чунки жамоатчилик меъёрлари давлат қонунларига тўлиқ асосланади.

Информацион шаффофликни таъминлашга асосланган тартиблаштириш концепциясига биноан молия бозорининг барча қатнашчиларини ҳар қандай фаолияти ва натижалари сифат даражасида ошкора қилиниши зарур.

Шу муносабат билан транспарентлиликнинг сифат мезонини молия бозорининг барча қатнашчиларига нисбатан қўллаш мумкин, яъни қатнашчиларнинг транспарентлилик даражаси (яъни адекват информацион транспарентлилик) $A(T)^K$ унинг барча операциялари ва уларга оид информациялар сонининг бир-бирига тенглиги, ўзаро адекватлиги (кўрсаткич, аниқлиги, ўз вақтидалиги ва ишончлилиги) билан белгилади. Мисал тариқда бу критерий (мезон) қуйидагича ифодаланади:

$\min A(T)^K = A^T$ (қонун билан ва молия бозори томонидан ўрнатилган тартибга талаб қилинадиган информациялар сони ва сифати миқдори кўпайтмаси) – A^P (қатнашчи томонидан реал таъминлаб берилган информациянинг сони ва сифати миқдори кўпайтмаси).

Бунда информациянинг сифат миқдори қатнашчининг молия бозоридаги имиджини ташкил этувчи ва ҳолати сифатини белгиловчи иқтисодий (молиявий), корпоратив бошқаруви, молиявий инструментлари ва бошқа кўрсаткичлари асосида баҳоланиши мумкин бўлган рейтинг ва/ёки рейтинг ёрдамида ифодаланади. Информациялар сони эса қатнашчи томонидан берилиши лозим бўлган ҳисоботлар ва маълумотлар миқдоридан келиб чиқади.

Таъкидлаш жоизки, умуман олганда, идеал ҳолатда мамлакатдаги инвесторларнинг фаоллилик даражаси (Φ), яъни (5.2 параграфга қаралсин):

$\min \Phi = SV$ (инвестиция сифатидаги жамғарма ҳажми ва инвестициялар ликвидлилиги кўпайтмаси) – PI (инвестицияларнинг бозор нарҳи ва иқтисодиёт учун зарур бўлган инвестициялар ҳажми кўпайтмаси)

қатнашчиларнинг транспарентлилик даражасига ($A(T)^K$) нисбий миқдорда тенг бўлиши лозим.

Агар бундай тенглик таъминланган бўлса, унда мамлакат молия бозоридаги инвестицион муҳит адекват ҳисобланади.

Информацияни очиб бериш жараёни (информация ихтиёришликми ёки мажбурий тарзда очиб берилишидан қатъий назар) ўз ичига қуйидаги информация манбалари ва турларини олади⁴⁶:

вий ҳисоботлар, қимматли қоғоз-лар чиқариш тўғ-рисидаги маълумотлар, информа-цион меморан-думлар.

бошқа-рилиши, чиқарилган қимматли қоғоз-лари тўғрисидаги ҳисобот, диққатга мойил фактлар тўғрисидаги информа-ция, акциядорлар умумий йиғилишида овоз бериш ҳуқуқига ишончнома олиш учун мурожаат қилиниши чоғида махсус очиб бериладиган информация.

операциялари тўғрисидаги маълумотлар.

турдаги ҳисобот; молиявий маҳсулотларни сотиш чоғида очиб бериладиган, рисклар ва мижозлар истак-ҳоҳишларига тўғри келиши ва ҳ.к. тўғрисидаги информация; эмитент сифатида очиб бериладиган информация.

биржалар)

ташқиллаштирилиши, товарлар тўғрисидаги информация; молиявий-хўжалик фаолият тўғрисидаги ин-формация; биржа маҳсулотлари сотилиши чоғида очиб бери-ладиган информация; эмитент сифатида очиб бериладиган информация (агар биржа акциялари листинга эга бўлса).

профессионал қатнаш-чилар ва бозорда содир этилган операциялар тўғрисидаги барча учун очиб бериладиган информация. бўлмаган информацияга эга бўлган шахслар.

Информацион транспарентлиликни таъминлашнинг жаҳон амалиётидан келиб чиққан ҳолда айтиш мумкинки, информацияни очиб берилиши самарадорлигини

⁴⁶ А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка.-М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.-бб.51-54.

ошириш учун икки поғонали транспарентликка эришиш мақсадга мувофиқ. Биринчи поғонасида (қуйи) ҳар бир қатнашчи тўғрисида мажбурий ва ихтиёрий (лекин улар учун зарурий) ҳисобот ва информациялар қонунчилик ҳужжатлари билан белгиланган тарзда, усулларда, шаклларда, сифат даражасида очиб берилади. Иккинчи поғонада эса бозор ҳолати ва тенденциялари, индекслар, муҳим макроиндикаторлар тўғрисидаги информация очиб берилади. Бунда ҳар иккала поғонада очиб берилган информациялар ўзаро эквивалент бўлишига интилиш лозим.

Жаҳон ва Ўзбекистон амалиёти бўйича молия бозоридаги ҳисоботлар ва информациялар механизми ва тизими тўғрисида батафсил маълумотларни тегишли мавжуд ўқув адабиётлардан ўрганиш тавсия этилади.

Саволлар

1. Молия бозори транспарентлиги тушунчасининг мазмуни нимадан иборат?
2. Транспарентликнинг мақсади, усуллари ва шакллари нимадан иборат?
3. Молия бозори қатнашчиларининг транспарентлик даражаси қандай баҳоланади?
4. Инвесторларнинг фаоллик даражаси қандай баҳоланади?
5. Транспарентликка информацияларнинг қандай манбалари ва турлари киради?

Топшириқлар

1. Молия бозори транспарентлиги тўғрисида аналитик обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

7. Ўзбекистонда молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш механизмлари

Молия бозори модели ва тартиблаштириш тизими билан боғлиқ баъзи муҳим масалалар

Ўзбекистонда молия бозорида акциядорлик компаниялари корпоратив бошқарув тизими англо-саксон (“инвесторлик”) моделидан фарқли континентал (Германиядагига ўхшаш “инсайдерлик” ёки “икки поғонали”) моделга асосланганлиги ва ички нодавлат инвестициялар ҳажмини камлиги, хусусийлаштириш механизми кам самарали бўлгани ва регуляторларнинг кўп сонлилиги, банклар, суғурта ташкилотлари ва бюджетдан ташқари фондларнинг етарлича инвестицион самара билан ишламаётгани сабабли, барча ўтиш иқтисодиётига мансуб мамлакатлар сингари маълум даражада муаммолар келиб чиқмоқда:

1. Миноритар акциядорлар улушлари камайиши ҳисобига йирик акциядорлар пайдо бўлиши, натижада инвестициялар сифатидаги молиявий ресурслар жалб қилиниши сусайиши кузатилмоқда. Чунки йирик инвесторлар корпоратив манфаатлари ила компанияларда устувор мавқени эгаллаб, ташқи портфел инвестициялар оқимида тўсқинлик қиладилар, бу эса янги эмиссияларга (айниқса *IPO* механизмини жорий қилинишини) йўл бермайди, листинг даражасидан узоклаштиради, қимматли қоғозларнинг очик бирламчи ва давомий узлуксиз иккиламчи бозори ривожига салбий таъсир кўрсатади.

2. Банк тизими модели англо-саксон моделидан фарқли кўпроқ Германиядагига ўхшаш моделга асосланганлиги банкларни молия бозор-ларида тўлиқ қонли инвестицион ва кредит операцияларнинг ташаббускори ва катализатори сифатида фаоллик қилишига тўсқинлик қилмоқда.

3. Суғурта тизими ҳали яхши ривожланмаганлиги ва инвестицион ресурслари камлиги, ҳамда фонд бозорида тўғридан тўғри портфел инвестициялар билан шуғулланмаганлиги сабабли, улар на корпоратив бошқарув тизимида, на бирламчи ва иккиламчи бозорларда фаоллиги сезилмаяпти.

4. Бюджетдан ташқари фондлар фақат давлат қимматли қоғозларига инвестициялар қилиш билан чекланганлар, акциялар бозори улар учун жуда рискли.

5. Инвестиция институтлари, айнқса¹²⁷ инвестиция фондлари ва компанияларнинг инвестицион ресурслари ҳажми ва менежменти сифати жуда паст, улар асосан

хусусийлаштириш механизми омили таъсири остида қолганлар.

6. Нисбатан кўп вақт давомида хусусийлаштирилган компанияларда давлатнинг ихтиёрида акцияларнинг йирик пакетлари туриб қолганлиги ва уларда корпоратив бошқарув ва менежмент (молиявий, административ ва стратегик) тизими самарасиз қолганлиги (унда асосан давлатнинг ишончли вакиллари сифатида давлат органлари хизматчилари ва ишончли бошқарувчи компаниялар давлат номидан қатнашганлари самарасиз бўлганлиги), натижада реструктуризация самарасиз амалга оширилиб, модернизация қилинмай молиявий аҳволи борган сари ёмонлашиб борганлиги сабабли, давлат ресурсларининг кўп қисми стратегик ва спекулятив портфел инвесторларга сотилиши қийин бўлиб келмоқда, сотилса ҳам йирик инвесторларга кетмоқда, натижада салбий ҳолатлар юзага келмоқда. Бунда банклар ва бошқа молия институтларининг инвестицион фаоллиги сезилмай келмоқда, хусусийлаштириш органи эса ҳозирда кўп мамлакатларда самара бераётган *IPO* механизмини қўллаш асосида давлат ресурсларини самарали жойлаштиришни жорий қилмаяптилар.

7. Хусусий мулкчилик тизими ва унга таянган бизнес яхши риволанмай сустигича қолмоқда. Бунда Эрнандо де Сото хулоса ва таъкидлари ўз тасдиғини топмоқда⁴⁷.

8. Компанияларнинг базавий қимматли қоғозлари жалбдор ва товар бозорида рақобатбардош бўлмаганлиги, давомий узлуксиз барқарор иккиламчи (спекулятив) бозор йўқлиги сабабли, базисли қимматли қоғозлар (деривативлар) бозори шаклланишига йўл бермаяпти.

9. Банклар ва турли компанияларда эмиссион, дивиденд ва инвестицион сиёсатлари менежментининг уйғунликдаги оптимал балансига эришиш масаласига аҳамият берилмасдан келинмоқда, натижада улар ички ва ташқи ресурсларни самарали жалб қила олмаяптилар.

10. Давлат регулятив институтларининг кўп сонлиги ва тартибланиш-тириш механизмлари бир-бирлари билан бир мунча номутаносибликда бўлганлиги (уларни уйғунликда бирлаштирадиган бир бутун ягона умуммиллий макрорегулятор йўқлиги) сабабли, молия бозори умуман олганда иқтисодиётдаги ўз функциясини тўлиқ ва самарали бариши қийин кечмоқда, бунда эса бозор қатнашчилари ўз вазифаларини бажаришга тўлиқ қодир бўлмаганича қолмоқдалар.

11. Давлат қимматли қоғозлари турлари ва ҳажми нисбатан камлиги, улар билан боғлиқ операцияларнинг сустиги, Марказий банкнинг очик молия бозорларидаги операциялари сезиларли эмаслиги молия бозорини ривожланишига тўсқинлик қилмоқда. Бундан ташқари маҳаллий ҳокимиятлар томонидан муниципал облигациялар чиқарилмаслиги кўшимча инвестицион ресурслар манбасидан фойдаланмасликка олиб келмоқда.

12. Ипотека ва лизинг бозорлари етарлича шаклланимаган. Ҳанузгача экспорт лизинги ва ипотекавий қимматли қоғозлари, векселлар ва мавжудларидан бошқа турдаги қимматли қоғозлар қоғозлар йўқ. Активлар секьюритизацияси мавжуд эмас. Молия инженерияси ва унинг инновацион маҳсулотлари таркиб топмаган ва ҳ.к.

13. Мамлакатда биржалар ва биржадан ташқари электрон савдо тизимларининг нисбатан кўплиги оборот ҳажмлари камлиги, уларнинг барчасини тижорат ташкилотлари эканлиги, мос равишда ҳисоб юритиш, савдо ва ҳисоб-китоблар ўтказиш бўйича тегишли институтлар хизматидан фойдаланувчи қатнашчиларнинг трансакцион ҳаражатлари миқдори кўплиги, ва ўзини ўзи мувофиқлаштириш механизмига асосланмаганлиги молия бозорини майдаланишига ва самарадорлигини пасайишига олиб келмоқда.

14. Юқоридагилар ва бошқа сабаларнинг барчаси мамлакатда коллектив инвесторлар институтларини инвестицион жараёнда сезиларли эмаслигига, аксинча йирик деярли самарасиз бўлган инвесторларнинг салмоғини кескин ошиб кетишига олиб келмоқда.

Айтиш мумкинки, ўрта ва узоқ муддатда Ўзбекистон молия бозорининг омилларнинг ижобий таъсири шароитида кескин ривожланишини башорат қилса бўлади. Бунинг учун

⁴⁷ Эрнандо де Сото. Секрет капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.-М.: Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.

унда барча имкониятлар мавжуд.

Саволлар

1. Ўзбекистон молия бозорини тартиблаштириш хусусиятлари ва модели қандай?
2. Ўзбекистон фонд бозорини тартиблаштиришнинг қандай муаммолари мавжуд?

Топшириқлар

1. Ўзбекистон молия бозорини тартиблаштириш механизми тўғрисида аналитик обзор тайёрланг.
2. Терминлар луғатини тузинг.

МАВЗУ- 10. ЖАҲОН МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ ЗАМОНАВИЙ ТЕНДЕНЦИЯЛАРИ ВА МУАММОЛАРИ

Режа:

1. Жаҳон молия бозорининг ривожланиши тенденциялари ва муаммолари

Жаҳон молия бозорини халқаро миқёсда глобаллашган бозор деб тавсифлаш мумкин. Жаҳон молия бозори молиявий глобаллашув жараёни маҳсули бўлиб, индустриал мамлакатларни умумжаҳон миқёсда иқтисодий самарадорлигини кескин оширди. Лекин бу жараён ривожланаётган мамлакатлар ривожига ижобий таъсирдан кўра кўпроқ салбий таъсир кўрсатиши ҳозирда барчага аён бўлиб қолди. Бунинг сабаби ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиёти индустриал давлатлар иқтисодиётига кўпдан боғлиқлигида деб билиш мумкин. Молиявий глобаллашув шароитида молия бозорларини ривожланиши узоқ келажакда дунёнинг исталган жойидан ва вақтда иштирок этиш имконини берувчи халқаро электрон биржани вужудга келишини (ҳисоб-китоб маркази ва марказий депозитарий билан комплексда) тахмин қилиш мумкин.

Глобаллашув эффектлари (МШЕ мамлакатлари мисолида)

Салбий ҳолатлар

қонунларни мослаштириш билан боғлиқ қисқа муддатли ҳаражатлар.

2. Маҳаллий инвесторларнинг ишон-чини қозониш билан боғлиқ қийин-чиликлар.
3. Молия бозори қатнашчиларини мослашуви билан боғлиқ қийинчи-ликлар.
4. Эмитентларнинг ўз акциялари курси ва ликвидлилигини фонд бозо-рида таъминлаш бўйича қўшимча ҳаракатлар ва ҳаражатлар.
5. Маҳаллий профессионал институт-ларнинг рақобатбардошлиликни уш-лаб туришлари бўйича қўшимча ҳаракат ва ҳаражатлар.
6. Тартиблаштирувчи институтлар-нинг бозорни барқарорлаштириш бўйича қўшимча назорат ҳаракатлари ва ҳаражатлари.
7. Молиявий глобаллашувнинг сал-бий тарафларини таъсири:
 - ривожланган ва МШЕ мамлакат-лари ўртасида асосий макроиктисо-дий кўрсаткичлар бўйича номувано-сибликлар;
 - МШЕ мамлакатлари ичида аҳоли-нинг турли қатламлари орасида даромадлар дифференциациясини кучайиши;
 - молия бозорини эгилувчан мосла-шувини ортиши ва капитални ташқарига чиқиб кетиши рискинни ортиши;
 - ташқи омилларга таъсирчан бўлиш.

глобаллашув талабларига жавоб берувчи қонунлар.

2. Инвесторларнинг умумевропа молия бозори миқёсида ҳимояланган-лиги.
3. Ҳорижий инвесторларга нисбатан регулятив тўсиқларни камайиши.
4. Компанияларда менежментни, молиявий ҳолатни ва корпоратив бошқарувни яхшиланиши.
5. Молия институтларининг малакаси даражасини ошиши.
6. Молия бозорини барыарорлашуви.
7. Молиявий глобаллашувнинг ижо-бий тарафларига эга бўлиш, хусусан:
 - молия ва бошқа соҳаларда инновацияларни ривожланиши;
 - халқаро бозорларга осон чиқиш ва улар орқали ташқи инвестицияларни жалб қилиш;
 - МШЕ мамлакатлари интеграцияла-шуви, умумевропа молия, информа-цион ва ҳ.к. тизимларга кириш.
 - молиявий ресурслар ҳажмини ортиши, компаниялар бизнеси салмоғини кескин кўтарилиши.

Ҳозирда жаҳон молия бозорларидаги қимматли қоғозларнинг обороти халқаро товар айланмаси (оборот) ҳажмидан 60-70 баробар кўп, бу кўрсаткичнинг борган сари ортиб бориши тенденциясини кузатиш мумкин.

Саволлар

1. Глобаллашув жараёнлари индустриал ва ривожланаётган мамлакатлар бозорларига қандай таъсир кўрсатади?
2. Жаҳон молия бозори ривожланишини узок муддатда қандай башорат қилса бўлади?
3. МШЕ мамлакатларида глобаллашув қандай эффектлар берган?
4. Жаҳон молия бозорининг ривожланиши қандай тенденцияларга эга?

Топшириқлар

1. Жаҳон молия бозорининг замонавий тенденциялари ва муаммолари тўғрисида электрон

презентация тайёрланг.

2. Терминлар бўйича луғат тузинг.

2. Ўзбекистонда молия бозорининг жаҳон молия бозорларига интеграциялашув масалалари

Ўзбекистон молия бозорини жаҳон молия бозорига интеграциялашуви жараёнларини тезлаштиришда айниқса қуйидагиларга асосланиш мақсадга мувофиқ:

- Европа Иттифоқининг 1993 йил 10 май кунда қабул қилган Директивасига⁴⁸;
 - Халқар ўттизлик Гуруҳининг 20 тавсияларига (6.5 параграфга қаралсин);
 - ЕврОсиё Иқтисодий Ҳамжамиятига аъзо-давлатларнинг амалдаги қонунчилик ҳужжатлари, Мустақил Давлатлар Ҳамдўстлиги иштирокчи-давлатлари Парламентлараро Ассамблеясининг 2001 йил 24 ноябрда Санкт-Петербург шаҳрида 18-7-сонли Қарори билан тасдиқланган, “Қимматли қоғозлар бозори тўғрида”ги Моделли қонуни, ҳамда АҚШ, Германия, Буюк Британия, Корея, Япония ва бошқа мамлакатлари қимматли қоғозлар бозорининг фаолият кўрсатиш механизмлари ва тартиблаштирилиши қисмига оид қонунчилик ҳужжатларига;
 - миллий банк тизими моделини ислоҳ қилиш, бунда банкларнинг очиқ молия бозорларидаги операцияларига катта эътибор бериш лозим;
 - миллий суғурта тизими моделини ислоҳ қилиб инвестицион ва эмиссион операцияларига катта эътибор бериш зарур;
 - корпоратив бошқарув сиёсати моделини такомиллаштириш лозим, бунда миноритар инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминлашга катта аҳамият бериш лозим;
 - хусусийлаштириш механизмини такомиллаштириш лозим⁴⁹;
 - молиявий инструментлар турларини кўпайтириш ҳамда улар ва уларнинг базисларининг ўзаро эквивалентлилиқ даражасини таъминлаш;
 - молия бозори ва иқтисодиётнинг ўзаро эквивалентлилиқ даражасига эришиши;
 - молия бозори эмитентларининг эмиссия, инвестиция, даромад ставкалари сиёсатлари (стратегиялари) оптимал балансини таъминланишига катта аҳамият бериш зарур;
 - муддатли қимматли қоғозлар (деривативлар) бозорини кескин шакллантириш зарур;
 - коллектив инвесторларни кескин кўпайтириш;
 - очиқ ва шаффоф бирламчи ҳамда давомий, мунтазам, узлуксиз, шаффоф фаолият юритувчи иккиламчи бозорни ривожлантириш лозим;
 - молия бозори индикаторларининг ўрта муддатда ҳеч бўлмаса минимал чегаравий миқдорларига эришиш ;
 - секьюриметрик (финансометрик) таҳлил⁵⁰ ва молия инжинирингини кескин ривожлантириш зарур⁵¹;
 - молия бозоридаги фаолият рискларини самарали бошқаришни таъминлаш⁵²;
 - молия бозори индустрияси сифатини бошқаришнинг комплекс тизимини тузиш лозим⁵³;
 - молия бозори макрорегуляторини тўзиш мақсадга мувофиқ;
 - мамлакат ва кредит рейтингларининг яхши кўрсаткичларига эришиш лозим ва ҳ.к.
- Ўзбекистон молия бозорининг жаҳон бозорларига интеграциялашувини қай даражада кучли рақобат шароитида кечиши мумкинлигини 1-чи, 2-чи ва 3-чи иловаларда келтирилган аналитик маълумотлардан кўриш мумкин.

⁴⁸ “Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field”.

⁴⁹ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-852 с.

⁵⁰ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Секьюриметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-467 с.

⁵¹ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

⁵² Шоҳаъзамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шоҳаъзамий Ш.Ш.(мл.). Теория безрисковости действий на рынках: финансовом и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-101 с.

⁵³ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.

Саволлар

1. Ўзбекистон молия бозори хусусиятлари ва муаммолари нималардан иборат?
2. Ўзбекистонда интеграциялашув жараёнларини тезлаштириш нималарга асосланади?

Топшириқлар

1. Ўзбекистон молия бозорини жаҳон молия бозорларига интеграциялашуви жараёнлари тўғрисида таҳлилий обзор тайёрланг.
2. Терминлар бўйича луғат тузинг.