

**O‘ZBEKISTON RESPUBLIKASI
OLIY VA O‘RTA MAXSUS TA‘LIM VAZIRLIGI**

TOSHKENT MOLIYA INSTITUTI

MOLIYA BOZORI

*O‘zbekiston Respublikasi Oliy va o‘rta
maxsus ta‘lim vazirligi tomonidan
darslik sifatida tavsiya etilgan*

Toshkent
“IQTISOD-MOLIYA”
2019

UO‘K: 336.76(075)

KBK: 65.262.2ya7

Taqrizchilar: *i.f.d., prof.* **B.E.Toshmurodova;**
i.f.d., prof. **A.U. Burxonov**

Mualliflar jamoasi:

**S.Elmirzayev, N.Tursunova, N.Sherqo‘ziyeva, D.Abdikarimova,
I.Jumaniyazov, M.Zokirjonov, Sh.Elmurodov, N.Shavkatov**

M 70 Moliya bozori: Darslik / S.Elmirzayev va boshqalar; – T.:
“Iqtisod-moliya”, 2019. – 324 b.

Mazkur darslikda moliya bozorining nazariy asoslari, pul bozori, obligatsiyalar bozori, aksiyalar bozori, ipoteka qimmatli qog‘ozlari bozori, hosilaviy qimmatli qog‘ozlar bozori, xorijiy valyutalar va kriptovalyutalar bozori, qimmatbaho metallar bozori, moliya bozori tahlili, moliya bozori risklari va portfelni boshqarish, fond bozori va uning faoliyat mexanizmi, moliya bozorida boshqa moliya institutlari ishtiroki, moliya bozorini tartibga solish kabilar yoritib berilgan.

UO‘K: 336.76(075)

KBK: 65.262.2ya7

ISBN: 978-9943-13-811-7

© S.Elmirzayev va boshqalar, 2019

© “Iqtisod-Moliya”, 2019

KIRISH

Bugungi kun iqtisodiyotida real sektor singari moliyaviy sektor ham alohida dolzarflik kasb etadi. Rivojlangan mamlakatlarning moliyaviy-iqtisodiy taraqqiyotida va bugungi darajaga erishishlarida moliya bozori shak-shubhasiz muhim ahamiyat kasb etgan. Bunda real sektorni moliyaviy ta'minlash, bo'sh pul mablag'larini ishlab chiqarishga yo'naltirish, yangi sohalarni o'zlashtirish, davlat byudjeti defitsitini noinflyatsion yo'llar bilan mablag' jalb qilish orqali qoplash, aholi daromadlarini moliyaviy aktivlar orqali oshirish kabilar alohida ahamiyat kasb etadi.

2017-2021 yillarda O'zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo'yicha Harakatlar strategiyasida ham moliya bozorini rivojlantirish masalasiga alohida e'tibor qaratilganligi ham yuqoridagilar bilan bevosita bog'liq. Shuningdek, ehtiyojlarning keskin o'sib borishi sharoitida real sektor va xizmat ko'rsatish subyektlarining o'z faoliyatlarini kengaytirib borish maqsadida nafaqat mahalliy, balki xalqaro bozorlardan ham apital jalb qilish masalasiga alohida e'tibor qaratilayotgan bir vaqtda mamlakatimizda ham moliya bozorini rivojlantirish maqsadida sohani chuqur o'rganish, bu borada xorijiy ilg'or tajribalarni amaliyotga joriy etishda "Moliya bozori" fani muhim hisoblanadi.

"Moliya bozori" fanini o'rganish orqali talabalar moliya bozorining iqtisodiy mohiyati, vujudga kelishi, rivojlanish bosqichlari va modellari, pul bozori xususiyatlari va moliya bozori shakllanishidagi ahamiyati, aksiyalar bozorining o'ziga xos xususiyatlari va amal qilish mexanizmi, obligatsiyalar bozorining o'ziga xos xususiyatlari va savdo mexanizmi, davlat qimmatli qog'ozlar bozori amal qilish shart-sharoitlari, hosilaviy qimmatli qog'ozlar bozorining moliya bozori boshqa sektorlari bilan bog'liqligi, ipoteka qimmatli qog'ozlar bozori muomalasi tartibi, xorijiy valyutalar bozorining moliya bozorida tashkiliy jihatlari, kriptovayutalar bozorining ishlash mexanizmi, qimmatbaho metallar va toshlar bozori xususiyatlari, moliya bozo-

rining indikatorlari va indekslari, moliya bozori risklari va ularni baholash, fond birjalari va fond bozori ishtirokchilari faoliyat mexanizmi, markaziy bank va uning moliya bozoridagi faoliyati, moliya bozorida tijorat banklari va nobank kredit institutlarining ishtiroki, investitsiya va pay fondlarining moliyaviy operatsiyalardagi ahamiyati, moliya bozorida sugʻurta tashkilotlari va nodavlat pensiya fondlarining faoliyat mexanizmi, moliya bozorini tartibga solishning iqtisodiy va huquqiy jihatlari bilan yaqindan tanishadilar. Darslikda bu jihatlarga eʼtibor qaratilganligiga guvoh boʻlish mumkin.

Darslikda mavzularning nazariy jihatlari atroflicha yoritilishi bilan birga, amaliy mashgʻulotlar boʻyicha nazorat savollari, talabalarni fikrlashga undovchi alohida topshiriqlar, test savollari, masalalar ham dasturda keltirilgan. Bunda asosiy eʼtibor talabaning mustaqil ishlashiga qaratilgan.

Mavzular yoritilishida moliya bozorining milliy amaliyoti bilan birga, rivojlangan davlatlar tajribalariga ham alohida eʼtibor qaratilganligini qayd etib oʻtish lozim. Shuningdek mustaqil tahlilni samarali tashkil etishga alohida eʼtibor qaratilgan.

Darslik “Moliya”, “Kasbiy taʼlim (Moliya)”, “Bank ishi”, “Kasbiy taʼlim (Bank ishi)”, “Soliqlar va soliqqa tortish”, “Buxgalteriya hisobi va audit”, “Sugʻurta ishi”, “Pensiya ishi”, “Baholash ishi”, “Davlat byudjeti gʻazna ijrosi”, “Korporativ moliya” yoʻnalishlari uchun moʻljallangan boʻlib, Oliy va oʻrta maxsus taʼlim vazirligi tomonidan tasdiqlangan “Moliya bozori” fani oʻquv dasturi asosida yozilgan.

I BOB. MOLIYA BOZORINING NAZARIY ASOSLARI

1.1. Moliya bozorining iqtisodiy mohiyati, ahamiyatli jihatlarini, tarkibiy qismlari

Biznes samaradorligi (rentabelligi)ni oshirish masalasi bugungi iqtisodiy sharoitda eng asosiy masalalardan biri hisoblanadi. Biznes samaradorligining oshib borishi o'z navbatida davlat moliyaviy barqarorligi ta'minlanishi bilan birga keskin raqobat sharoitida jahon bozorida mustahkam o'rin egallashda ham muhim ahamiyat kasb etadi. Bunda arzon kapital jalb qilish va boshqa tomondan kapitalni samarali joylashtirish muhim omillardan biridir. Qo'yilgan har ikkala vazifani ijobiy hal qilishda moliya bozorining amal qilish mexanizmi yordamga keladi. Aynan moliya bozori iqtisodiyotni harakatga keltiruvchi asosiy kuch sifatida amal qilishi zarar ko'rib ishlayotgan korxonalarining bozordan chiqib ketishiga sabab bo'ladi, kapital iste'molchisining o'z faoliyatini to'g'ri tashkil etishga majbur qiladi, iqtisodiy taraqqiyotni jadallashtirish imkonini beruvchi texnologik innovatsiyalarni doimiy qo'llab-quvvatlaydi, investitsiya loyihalaridan eng samaralisini tanlashni shart qilib qo'yadi.

Moliya bozorida pul, kredit, qimmatli qog'ozlar, valyutalar, sug'urta polislari, pensiya jamg'armalari, qimmatbaho metallar, hosilaviy moliyaviy instrumentlar va boshqalar maxsus tovar sifatida muomalada bo'ladi. Bunda tijorat banklari, birjalar, jamg'arma institutlari, jamoaviy investitsiyalash kompaniyalari va boshqalar asosiy vositachilar sifatida ko'zga tashlanadi. Moliya bozorida kapitalga bo'lgan talab va taklif asosida vositachilar yordamida kapitalni kreditor va qarz oluvchi o'rtasida qayta taqsimlash mexanizmi amal qiladi. Shundan kelib chiqqan holda amaliyotda pul mablag'lari oqimini haqiqiy egasidan qarz oluvchiga va aksincha yo'naltiruvchi moliya-kredit institutlari faoliyati tashkil etiladi. Moliya bozorining asosiy funksiyasi bo'sh pul mablag'larini ssuda kapitaliga aylantirishda ham namoyon bo'ladi. Tashkiliy nuqtai nazardan moliya

bozoriga moliyaviy instrumentlar emissiyasi, xaridi va savdosini amalga oshiruvchi iqtisodiy subyektlar, moliya institutlari jamlanmasi sifatida ham qaralishi mumkin. Har bir moliya instituti moliyaviy instrumentlarning aniq bir to'plami bilan u yoki bu operatsiyani amalga oshirish bo'yicha aniq vakolatga egaligini alohida ta'kidlash lozim.

Moliya bozorining asosiy vazifasi sifatida moliyaviy resurslarning yakuniy iste'molchilari o'rtasida jamg'armani samarali taqsimlashni ta'minlash masalasi qo'yiladi. Bu masalani hal qilish ham obyektiv, ham subyektiv sabablarga ko'ra murakkablik kasb etadi. Chunki moliya bozori ishtirokchilari manfaatlari bir-biriga qarama-qarshiligi, moliyaviy majburiyatlarni bajarish bo'yicha risklarning yuqoriligi va boshqa holatlar vazifaning to'liq bajarilishiga imkon bermaydi. Moliya bozori aholi jamg'armalarini investitsiyalarga aylantirishning asosiy mexanizmi hisoblanadi, u investor va jamg'aruvchi manfaatlarining o'zaro muvofiqligini ta'minlaydi. Yuqoridagilar asosida moliya bozori mohiyatiga to'xtalib o'tamiz.

G'arb iqtisodiy adabiyotlarida moliya bozorlari pul mablag'lari oqimini jamg'aruvchidan qarz oluvchiga yo'naltiruvchi bozor institutlari jamlanmasi sifatida keltiriladi.¹ Frederik Mishkin ortiqcha mablag'larga ega odamlardagi pul mablag'larini pul mablag'lari yetishmayotganlariga o'tkazib berishga xizmat qiluvchi bozorlarni moliya bozorlari deb ataydi.² Keltirilayotgan ta'riflar asosida ta'kidlash mumkinki, *moliya bozori* – moliyaviy instrumentlardan foydalanish asosida moliyaviy vositachilar orqali vaqtincha bo'sh pul mablag'larini qayta taqsimlash yuz beradigan bozordir.

Moliya bozorisiz yirik kapitalni jalb qilish va yirik loyihalarga investitsiyalash murakkab masaladir. Sotuvchi va xaridorlar sonining ko'pligi natijasida shakllangan raqobat mexanizmi orqali bozorda moliyaviy aktivga nisbatan yagona bozor bahosi shakllanadi va axborot shaffofligiga erishiladi. Bugungi yuqori texnologik imkoniyatlar sharoitida maxsus vositachilik tuzilmalaridagi ko'p sonli operatsiyalar hisobiga pul va boshqa aktivlar muomalasi xarajatlari

¹ Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. М. ; СПб., 1993. С. 15.

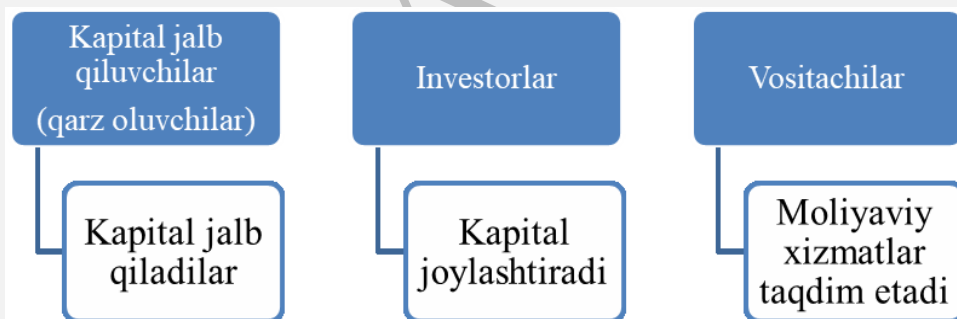
² Frederick S. Mishkin, Kent Matthews and Massimo Giuliodori. The economics of money, banking and financial markets. UK. Pearson, 2013. P.3.; Frederic S. Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. USA. Prentice Hall, 2012. P.2.

pasaytirilishi, risklar sugʻurtalanishi, sotiladigan aktivlar turlari kengayishi yuz bermoqda.

Moliya bozorining rolini chuqurroq anglash uchun uning funksiyalarini bilish talab etiladi. 1997 yil iqtisodiyot boʻyicha Nobel mukofoti laureati Robert Merton moliya bozorining quyidagi funksiyalarini ajratib koʻrsatadi:

- kapitalni vaqt, tarmoqlararo va mamlakatlararo qayta taqsimlash;
- kapital jamlash va korxonalariga ulush kiritish;
- toʻlov-hisob-kitob;
- risklarni boshqarish;
- axborot;
- axborotlar assimetriyasi bilan bogʻliq muammolarning oldini olish.

Moliya bozorining ishtirokchilari sifatida kapital jalb qiluvchilar, investorlar, vositachilarni ajratib koʻrsatish mumkin. Bunda oʻz-oʻzidan ayonki kapital jalb qiluvchilar mohiyatan qarz oluvchilar sifatida namoyon boʻladi. Investorlar esa oʻz kapitallarini vositachilar orqali joylashtiradilar (1.1-rasm).



1.1-rasm. Moliya bozori ishtirokchilari

Tijorat banklari, birjalar, jamgʻarma institutlari, kollektiv investitsiyalash institutlari va boshqalar moliya bozorida asosiy vositachilar hisoblanadilar. Ularning barchasi alohida operatsiyalarni bajarish orqali kapital egasi va kapitalga ehtiyojmand shaxslarning oʻzaro birlashishiga koʻmaklashadi (1.2-rasm).

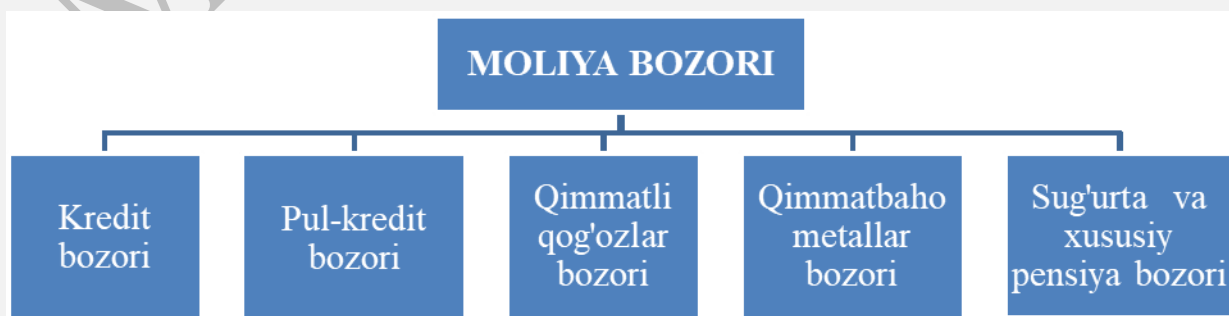
Moliya bozoriga moliyaviy instrumentlar bozori sifatida yondashiladi. Moliyaviy instrument – qarz majburiyati yoki ulush munosabatini yuzaga keltiruvchi moliyaviy aktivdir. Moliyaviy

instrumentlar bozor ishtirokchilari o‘rtasidagi bitim natijasida shakllangan. Bunda bitimning bir ishtirokchisi moliyaviy aktivni qo‘lga kiritganda ikkinchi tomonda moliyaviy majburiyat yuzaga keladi. Shunday qilib, moliyaviy aktiv moliyaviy majburiyatlar bo‘yicha to‘lovlarni talab qilish huquqini beradi, tashkilot yoki fuqarolarga tegishli mulkiy huquqlarni o‘zida jamlaydi.



1.2-rasm. Moliya bozorida vositachilar tiplari

Har qanday bozor o‘z segmentlariga ega bo‘lgani kabi moliya bozori ma’lum bir xususiyatlariga ko‘ra tarkibiy qismlarga ega. Moliya bozori tarkibi odatda unda muomalada bo‘ladigan aktivlarga ko‘ra ajratiladi (1.3-rasm).



1.3-rasm. Moliya bozori tarkibi

Moliya bozori tarkibida keltirilgan har bir bozor bo'yicha keyingi mavzularda alohida-alohida to'xtalib o'tamiz.

Instrumentlari muomalada bo'lish muddatiga ko'ra moliya bozori pul bozori va kapital bozoriga bo'linadi. Pul bozorida naqd pul, qisqa muddatli to'lov vositalari, bir yilgacha bo'lgan qisqa muddatli jamg'armalar muomalasi tashkil etiladi. Kapital bozorida esa "uzun pullar" muomalasi tashkil etilib, unda asosan aksiyalar va obligatsiyalar amal qiladi. Muomala muddati esa bir yildan ortiq bo'ladi. Kapital bozorining pul bozoridan asosiy farqli jihati uzoq muddatli investitsiyalardan foydalanishi bilan izohlanadi.

Moliya bozorining muhim tarkibiy qismi hisoblangan qimmatli qog'ozlar bozori moliyaviy aktiv xususiyatiga ko'ra ulush munosabatini anglatuvchi va qarz munosabatini anglatuvchi qimmatli qog'ozlar bozorlariga bo'linadi. Bunda birinchi navbatda aksiyalar bozori hamda obligatsiyalar bozori yaqqol ko'zga tashlanadi.

1.2. Moliya bozori modellari

Moliya bozori modeli – iqtisodiyotni moliyalashtirishning turli usullari va turli moliyaviy vositachilar rolining ahamiyatiga bog'liq holda bozorni tashkil etish tipidir.

Iqtisodiyotni moliyalashtirishning ikkita asosiy usuli mavjud bo'lib, ular bank kreditlari yordamida moliyalashtirish hamda qimmatli qog'ozlar bozori orqali moliyalashtirishdir.

Bank kreditlari yordamida moliyalashtirish kontinental Yevropada moliyalashtirishning asosiy usuli hisoblanadi. Bunda moliyaviy resurs jalb qilish maqsadida bankka murojaat qilinadi. Bank kompaniya moliyaviy holatini tekshiradi, taqdim etgan loyihasi va uning samaradorligini ijobiy baholaganda boshqa shartlarning ham bajarilishini inobatga olgan holda kredit ajratadi. Tegishli talablar bajarilmagan yoki taqdim etilgan loyihalar ijobiy baholanmagan holatlarda, shuningdek loyihalar yuqori riskli deb topilganda banklar moliyalashtirish bo'yicha arizaga rad javobini berishi mumkin. Bundan tashqari faoliyatni moliyalashtirish bo'yicha bir necha kreditlarni moliyalashtirish murakkab jarayon ekanligini ham shu o'rinda qayd etib o'tish lozim. Bank stavkalari yuqoriligi, alohida bank

tomonidan mustaqil ravishda yirik summada kredit berish imkoniyati pastligi bunday amaliyotning kamchiliklari hisoblanadi. Banklar tomonidan kreditlashning kamchiliklari o'z navbatida kompaniyalar tomonidan qimmatli qog'ozlar bozori orqali mablag'lar jalb qilishni rivojlantirishga zaruratni yuzaga keltiradi.

Qimmatli qog'ozlar bozori orqali moliyalashtirish Amerika qo'shma shtatlarida va Buyuk Britaniya kabi mamlakatlarda iqtisodiyotni moliyalashtirishning asosiy usuli hisoblanadi. Bunda kompaniyalar qimmatli qog'ozlar muomalaga chiqaradi va kapital jalb qilish uchun ularni bozorda sotadi. Qimmatli qog'ozlar bozoridan mablag'lar jalb qilish kapital jalb qiluvchi uchun qulay bo'lsada, loyihalarni moliyalashtirish uchun qimmatli qog'ozlardan foydalanish har doim ham qulay hisoblanmaydi. Chunki bank kreditini jalb qilish uchun faqatgina bank ishonchini qozonish yetarli bo'lsa, qimmatli qog'ozlar orqali kapital jalb qilish ko'plab investorlar ishonchini qozonishni talab qiladi. Bunda investorlarni loyihaning samaradorligi va eng asosiysi emitentning investorni muntazam ravishda daromad bilan ta'minlashiga ishonтира olishi lozim bo'ladi. Qimmatli qog'ozlar bozoridan mablag'lar jalb qilish quyidagilar bilan bevosita bog'liq:

- emitent investorlar uchun ochiq va nufuzli bo'lishi lozim, uning loyihalari, moliyaviy hisobotlari va ko'rsatkichlari tanishish uchun qulay bo'lishi lozim;

- jalb qilinadigan kapital kreditga nisbatan arzonga tushishi lozim. Buning uchun odatda qimmatli qog'ozlar chiqarish orqali katta miqdorda kapital jalb qilishga alohida e'tibor qaratiladi.

Yuqoridagilardan ham ko'rinib turibdiki, turli mamlakatlarda iqtisodiyot va moliya sohasi rivojiga ko'ra jahonda moliya bozorining bank va qimmatli qog'ozlar bozoriga asoslangan ikkita asosiy modeli shakllanganligi tilga olinadi. Bu modellar odatda insayderlik va autsayderlik modellari, nemis va ingliz modellari sifatida ham tilga olinadi. Moliyaviy sxemalar va munosabatlardagi yaqqol farqlarning yuzaga kelganligidan kelib chiqqan holda moliya bozorining islom modeli ham keyingi paytlarda alohida qayd etilmoqda.

Bank modeli – bank tomonidan moliyalashtirishga asoslangan tizim bo'lib, Germaniya, Fransiya, Yaponiya va boshqa dunyoning ko'plab mamlakatlarida keng qo'llaniladi. O'zbekistonda ham moliya

bozori banklar tomonidan moliyalashtirishga ustuvor ahamiyat berilgan bo'lsada, ma'lum bir farqli jihatlar mavjudligini qayd etish lozim. Mazkur modelning asosiy xususiyatlari quyidagilar:

- tijorat banklari moliyaviy vositachilar (broker, diler, anderrayter) funksiyalarini bajaradi;

- kreditlash mexanizmlari orqali kompaniyalarni uzoq muddatli moliyalashtirish ustunlik qiladi;

- mulkchilikning yuqori ulushi guruhlar qo'lida jamlanadi. Bunda davlat va yirik korporativ tuzilmalar ulushi yuqori hisoblanadi;

- qimmatli qog'ozlarni qo'shimcha joylashtirish yopiq xarakterga ega;

- aksiyadorlik kapitali tarkibi nazorat paketi va vertikal ishtirok etishga asoslanadi;

- bir foizgacha kapitalga egalik qiluvchi mayda aksiyadorlar kamchilikni tashkil qiladi, shuningdek kollektiv investitsiyalash institutlari faoliyati mayda investorlar faoliyatida ahamiyat kasb etadi.

Autsayderlik, anglo-amerika modeli kabi nomlar bilan ham ataluvchi nobank modeli – qimmatli qog'ozlar bozoriga yo'naltirilgan va institutsional investorlar (sug'urta kompaniyalari, investitsiya va pay fondlari) tizimidir. Mazkur modelning asosiy xususiyatlari quyidagilar:

- qimmatli qog'ozlar bozorida moliyaviy vositachilar funksiyalarini nobank moliyaviy institutlar, qimmatli qog'ozlar bo'yicha tashkilotlar (birjalar, vositachilik tashkilotlari va hokazolar) bajaradi;

- banklar va ularning filiallari yoki vakolatxonalariga qimmatli qog'ozlar bozorida mijozlar uchun operatsiyalarni amalga oshirishlari ta'qiqlangan;

- qimmatli qog'ozlar asosan ko'plab mayda mulkdorlar o'rtasida birja mexanizmlari orqali joylashtiriladi;

- aksiyadorlik kapitali tarqoq bo'lib, mayda xususiy investorlar ulushi aksiyadorlik kapitalining 50 foizidan yuqorini tashkil etadi;

- xususiy investorlar o'rtasida moliyaviy aktivlar savdosi uchun bozor sifatida fond birjalarning rivojlanganligi;

- kompaniyalarni moliyalashtirishda qarz majburiyatlariga nisbatan aksiyalar bozorining ustunlikka egaligi.

XX asr oxiri – XXI asr boshiga kelib ko‘plab Yevropa mamlakatlari moliya bozorlari anglo-amerika modeli xususiyatlarini o‘zlash-tira boshladilar. Natijada moliya bozorining anglo-amerika va kontinental modellari o‘zaro yaqinlashuvi yuz berdi.

Moliya bozorining islom modeli asosan moddiy manfaat, iqtisodiy foydadan oldin axloq qadriyatlari ustunligiga asoslanadi. Bu tizim XX asr oxirlarida arab davlatlarida neft eksportidan yuqori daromadga bog‘liq holda shakllangan. Aynan neft eksporti bo‘yicha yuqori daromad tufayli kelib tushgan pul mablag‘larini qanday saqlash masalasi yuzaga kelgan. Bungacha tushumlar miqdori past bo‘lganligi sababli, mablag‘lar an’anaviy banklarda saqlanar edi. Islom modeli-ning asosiy xususiyatlari quyidagilar:

- foiz undirishga ta’qiq mavjudligi. Lekin bunday ta’qiq faqat banklar uchun daromadlar kafolatgan holda amal qiladi;

- ulush asosida ishtirok etishdan yoki ijaradan daromad olish imkoniyatlari;

- obligatsiyalar bozorining mavjud emasligi. Lekin obligatsiyaning maxsus turi loyihani moliyalashtirishdagi ulushi asosida daromad olish imkonini berish orqali amal qiladi;

- azart o‘yinlari, alkogol mahsulotlari ishlab chiqarish bilan bog‘liq biznesga investitsiyalar kiritishga ta’qiq qo‘yilganligi;

- hosilaviy moliyaviy instrumentlarning mavjud emasligi. Masa-lan, pishib yetilmagan bug‘doy uchun ham hosilaviy instrumentlar qo‘llanilishi mumkin emas;

- nochorlarga yordam tamoyillari amal qilishi. Bunda har bir islom banki va uning mijozlari zaxira kapitali va foydasi hisobidan kambag‘al musulmonlar foydasiga islom solig‘i ajratish asosida maxsus fond tashkil etadi.

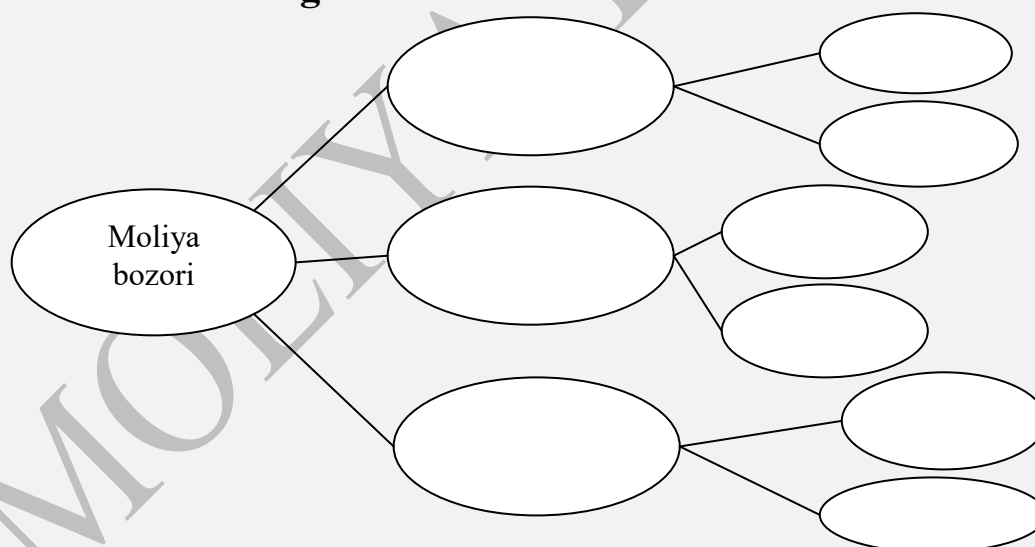
Umumiy holda ta’kidlash mumkinki, moliya bozori modellari ma’lum darajada korporativ madaniyatga ham bevosita bog‘liq.

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Moliya bozorining iqtisodiy mohiyatini izohlang.
2. Moliya bozorining iqtisodiy taraqqiyotdagi ahamiyati.
3. Moliya bozorining tarkibiy qismlari.
4. Moliya bozori asosiy institutlari.
5. Qimmatli qog'ozlar bozori amal qilish mexanizmi.
6. Pul bozori va kapital bozorining umumiy va farqli jihatlari.
7. Moliya bozorining bank modeli qo'llanish xususiyatlari.
8. Moliya bozorining anglo-sakson modeli qo'llanish xususiyatlari.
9. Moliya bozorining islom modeli qo'llanish xususiyatlari.
10. Mamlakatimizda moliya bozori xususiyatlari.

2. Moliya bozorining iqtisodiy mohiyatini ochib beruvchi klaster shakllantiring.



3. Moliya bozori tasniflanishi bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Tasnifiy belgilari	Turlari	Mohiyati
Instrumentlari muomalada bo'lish muddatiga ko'ra	Pul bozori	...
	Kapital bozori	...
Segmentlariga ko'ra	Qimmatli qog'ozlar bozori	...

Shartnomalar ijro muddati bo'yicha

Qamroviga ko'ra

Joylashtirish va muomalasiga ko'ra

...

4. Moliya bozori modellari xususiyatlari bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Bank modeli	Autsayderlik (nobank) modeli	Islom modeli
1	1	1
2	2	2
3	3	3
...

TESTLAR

1. Moliya bozorining o'ziga xos xususiyati to'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

a) bu bozor pul mablag'lari oqimini jamg'aruvchidan qarz oluvchiga tomon yo'naltiruvchi bozor institutlari jamlanmasidir;

b) bozorda savdo qilinadigan qimmatli qog'ozlar asosan qisqa muddatli hamda likvidlilik darajasi yuqori bo'lgan instrumentlar hisoblanadi;

d) bu bozorda qimmatli qog'ozlarni qo'shimcha joylashtirish faqat yopiq xarakterga egadir;

e) bozorda operatsiyalar asosan monitar siyosat, davlatlar va xalqaro moliya tashkilotlari darajasida amalga oshiriladi.

2. Moliyaviy instrumentlardan foydalanish asosida moliyaviy vositachilar orqali vaqtincha bo'sh pul mablag'larini qayta taqsimlash yuz beradigan bozor qanday nomlanadi?

a) moliya bozori;

b) sug'urta va xususiy pensiya bozori;

- d) qimmatbaho metallar bozori;
- e) qimmatli qog'ozlar bozori.

3. Moliya bozorining funksiyalari noto'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

- a) kapitalni jamlashda qatnashmasligi;
- b) kapitalni vaqt, tarmoqlararo va mamlakatlararo qayta taqsimlash;
- d) risklarni boshqarish;
- e) axborotlar assimetriyasi bilan bog'liq muammolarning oldini olish.

4. Moliya bozorlarida investorlar o'z kapitallarini qay tartibda joylashtiradi?

- a) vositachilar orqali;
- b) investorlar orqali;
- d) korxonalar orqali;
- e) banklar orqali.

5. Moliya bozorining asosiy vositachilar qatori noto'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) emitentlar;
- b) tijorat banklari;
- d) birjalar;
- e) kollektiv investitsiyalash institutlari.

6. Qarz majburiyati yoki ulush munosabatini yuzaga keltiruvchi moliyaviy aktiv – bu ...

- a) moliyaviy instrument;
- b) moliyaviy majburiyat;
- d) konosament;
- e) indossament.

7. Instrumentlari muomalada bo'lish muddatiga ko'ra moliya bozori qanday turdagi bozorlarga ajratiladi?

- a) pul bozori va kapital bozori;
- b) birlamchi va ikkilamchi bozor;

- d) birjaviy va nobirjaviy bozor;
- e) milliy va halqaro bozorlar.

8. Kontinental modelida bozordagi moliyaviy vositachi funksiyalari kim tomonidan bajariladi?

- a) tijorat banklari;
- b) nobank moliya institutlari;
- d) qimmatli qog'ozlar bo'yicha kompaniyalar;
- e) broker hamda dilerlar orqali.

9. Qaysi mamlakatlar iqtisodiyotini moliyalashtirishda asosan qimmatli qog'ozlar bozori orqali moliyalashtirish usulidan foydalaniladi?

- a) Amerika qo'shma shtatlari, Buyuk Britaniya;
- b) Germaniya, Niderlandiya;
- d) Yaponiya, Shveysariya;
- e) Shvetsiya, Fransiya.

10. Islom modelining shakllanish sababi to'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

- a) neft eksportidan yuqori daromad kelishi sababli;
- b) obligatsiyalar bozorining mavjud emasligi sababli;
- d) foiz olishga qo'yilgan ta'qiq sababli;
- e) biznesga investitsiya kiritishdagi turli cheklovlar sababli.

II BOB. PUL BOZORI

2.1. Pul bozorining iqtisodiy mohiyati, vujudga kelishi va qo‘llanish xususiyatlari

Davlat, korporativ tuzilmalar va aholining pul mablag‘lariga bo‘lgan doimiy talabi va ma‘lum shartlar asosida qisqa muddatlar uchun vaqtinchalik pul mablag‘larini boshqa shaxslardan jalb qilishga ehtiyojning mavjudligi pul bozorining yuzaga kelishiga va rivojlanishiga olib kelgan. Mamlakatimizda ham pul bozorini rivojlantirishga alohida e‘tibor qaratilmoqda.³

Pul bozori atamasi ushbu bozor uchun to‘liq mos kelmaydi. Sababi, pul bozorida pul yoki valyuta oldi-sotdisi amalga oshirilmaydi. Pul bozorida savdo qilinadigan qimmatli qog‘ozlar qisqa muddatli hamda likvidlilik darajasi yuqori bo‘lgan instrumentlar hisoblanadi ya’ni ularning pulga aylanish jarayoni tez amalga oshadi. Pul bozoridagi qimmatli qog‘ozlarning uchta asosiy xususiyatlari mavjud. Bular quyidagilar⁴:

- ular asosan yirik, ya’ni ko‘p miqdorda sotiladi;
- ulardagi defolt riski juda ham past hisoblanadi;
- ularning muddati emissiya qilingan sanadan boshlab bir yilgacha bo‘ladi.

Pul bozoridagi aksariyat qimmatli qog‘ozlarning muddati 120 kundan kam bo‘ladi. Pul bozoridagi tranzaksiyalar aniq bir joy yoki binoda amalga oshirilmaydi. Asosan treyderlar ishtirokchilar o‘rtasidagi savdolarni elektron tarzda amalga oshiradilar. Pul bozori instrumentlarining oldi-sotdi jarayoni ikkimlamchi bozorda birmuncha tezlashadi. Yuqorida ta’kidlangan xususiyatlariga ko‘ra, pul bozori instrumentlari birlamchi bozorga joylashtirilgandan so‘ng, ularni sotish

³ Monetar siyosatning 2018-yil uchun asosiy yo‘nalishlari. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy Banki, 2017-yil.

⁴ *Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall, 2012. P. 255*

uchun kelajakda xaridorlarni topish unchalik qiyin bo‘lmaydi. Pul bozorining yana bir xususiyati ushbu bozor ulgurji bozor hisoblanadi, ya’ni undagi aksariyat tranzaksiyalar yirik hajmda bo‘lishi kuzatiladi. Ilg‘or xorij mamlakatlari tajribasidan kelib chiqadigan bo‘lsak, real sektor korxonalarini pul bozorining muhim ishtirokchilaridan hisoblanadi. Pul bozori asosan investorlarga yuqori darajadagi daromadlilik darajasini taklif etmasada, o‘zining yuqoridagi xususiyatlari sababli ham investorlar mablag‘larini yo‘naltiruvchi investitsiya obyekti sanaladi. Pul bozorida qisqa muddatli qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha bitimlar tuzilishi ushbu bozorning jozibadorligini ta’minlaydi.

Pul bozori vujudga kelishiga to‘xtaladigan bo‘lsak, 1970 yillarda AQSHda inflyatsiya darajasi oshganligi sababli, banklar taklif etadigan depozit stavkalari investorlarni qanoatlantirmagan, ushbu holatdan foydalangan brokerlik agentliklari depozit stavkalaridan yuqoriroq foiz stavkalari to‘laydigan pul bozori instrumentlari reklama qilishni boshlagan. Bunga qarshi banklar depozit stavkalarini oshirish bilan javob qaytara olmagan, sababi ular to‘lashi mumkin bo‘lgan foiz stavkalari Markaziy Bank tomonidan chegaralab qo‘yilgan. Ammo Markaziy Bank bu holat bo‘yicha qonunchilik hujjatlarini tezda ko‘rib chiqib, tegishli o‘zgartirishlar kiritdi. Shundan so‘ng yana depozitlarga nisbatan talab oshgan bo‘lsada, pul bozori o‘z mavqeini saqlab qoldi.

2.2. Pul bozori ishtirokchilari

Bugungi kunda xorijiy amaliyotda pul bozori ishtirokchilari quyidagilar hisolanadi (2.1-jadval).

2.1-jadval

Pul bozori ishtirokchilari⁵

Ishtirokchilar	Ularning pul bozoridagi o‘rni
Moliya vazirligi yoki G‘aznachilik boshqarmasi	Davlat qarzlarini qoplash maqsadida qisqa muddatli davlat qimmatli qog‘ozlarini emissiya qiladi
Tijorat banklari	Davlat qimmatli qog‘ozlarini xarid qiladi; depozit sertifikatlarini sotadi; pul bozorida ishtirok etuvchi investorlarga qisqa muddatli kreditlar beradi;

⁵ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall, 2012. P. 259.

Korxonalar	O'zining moliyaviy faoliyatini yaxshilash maqsadida qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarni emissiya qiladi yoki sotib oladi;
Investitsiya kompaniyalari	Investitsion portfelni shakllantirib, uning risklilik darajasini pasaytirish maqsadida pul bozori instrumentlarini sotib oladi;
Moliyaviy kompaniyalar	Individual investorlarga kreditlar taqdim etadi;
Sug'urta kompaniyalar	O'z likvidligini yo'qotmaslik uchun pul bozoriga investitsiya kiritadi;
Pensiya fondlari	Risklilik darajasi past bo'lganligi uchun pul bozori instrumentlariga o'z mablag'ini investitsiya qiladi;
Individual investorlar	O'z mablag'larini pul bozori investitsiya fondiga yo'naltiradi;
Pul bozorining investitsiya fondlari	Kichik investorlarga o'z mablag'larini yirik miqdorda sotiladigan pul bozori instrumentlarini sotib olish uchun investitsiya qilish imkonini beradi

Pul bozori ishtirokchilarini qimmatli qog'ozlarni sotuvchilar va sotib oluvchilar kabi ishtirokchilarga bo'lishning iloji yo'q. Sababi ishtirokchilarning asosiy qismi ikkala vazifani ham bajaradi. Misol uchun, banklar yirik miqdorda depozit sertifikatlarini emissiya qilish orqali mablag'larni jalb qilishi hamda korxonalariga qisqa muddatli kreditlarni ham berishi mumkin.

Pul bozori ishtirokchilari va ularning pul bozoridagi o'rniga atroflicha to'xtalib o'tamiz.

Xalqaro amaliyotga ko'ra, Moliya vazirliklarining asosiy vazifalaridan biri Markaziy bank bilan hamkorlikda davlatning monetar siyosatini barqarorlashtirish hamda byudjet defitsitini qoplash hisoblanadi. Bu vazifani amalga oshirish uchun ular qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar (xazina majburiyatlari)ni emissiya qiladi va joylashtirilgan qimmatli qog'ozlar hisobiga jalb qilingan mablag'lar tegishli maqsadlarda ishlatiladi. Qimmatli qog'ozlarni so'ndirish vaqti kelganida esa davlat byudjeti mablag'lari hisobidan ular qoplanadi.

Tijorat banklari hukumat tomonidan emissiya qilingan qimmatli qog'ozlarning eng asosiy sotib oluvchilaridan biri hisoblanadi. Buning asosiy sabablaridan biri banklarga investitsion faoliyat uchun qo'yilgan cheklovlar hisoblanadi. Aniqroq aytadigan bo'lsak, ko'plab

mamlkatlarda banklarga risklilik darajasi yuqori bo'lgan aksiyalar hamda korporativ obligatsiyalarni sotib olish ta'qiqlangan. Risklilik darajasi pastligi hamda likvidlilik darajasi yuqori bo'lganligi sababli davlat qimmatli qog'ozlarini sotib olish bo'yicha cheklovlar mavjud emas.

Ko'plab korxonalar pul bozorida faol tarzda ishtirok etishadi, ya'ni ular o'z qimmatli qog'ozlarini emissiya qilib, pul bozoriga joylashtirish orqali sotishi, shuningdek qo'shimcha pul mablag'larini foyda ko'rish maqsadida pul bozori instrumentlariga investitsiya qilishlari ham mumkin. Ammo, pul bozori instrumentlariga investitsiya kiritishdan asosiy ko'zlangan maqsad bu foyda ko'rish emas, o'z mablag'larini qiymatini hamda likvidligini ushlab turish hisoblanadi.

Investitsiya kompaniyalari pul bozorining likvidlilik darajasini ta'minlovchi vositachilar hisoblanishadi. Chunki, ular asosan individual investorlarning mablag'laridan investitsion fondni shakllantiradi va kompaniya menejeri tomonidan ma'qul ko'rilgan qimmatli qog'ozlarga investitsiya kiritiladi. Agarda biror bir individual investor o'z mablag'larini qaytarib olmoqchi bo'lsa, investitsiya fondi ushbu investorga o'z mablag'larini qaytarib beradi. Shu sababli pul bozori instrumentlari uchun ikkilamchi bozor talab etilmaydi. Bundan tashqari investitsiya kompaniyalari yuqori daromadli investitsion loyihaning uchrab qolish ehtimolini inobatga olgan holda, aksariyat mablag'larini pul bozori instrumentlarini sotib olishga yo'naltiradi.

Xorijiy amaliyotga ko'ra moliyaviy kompaniyalar tijorat qog'ozlarini sotish orqali dastlab mablag'ni shakllantirib oladi, so'ngra esa ushbu mablag'ni mijozlarga qisqa muddatli kreditlar sifatida taqdim etadi va pul bozorida o'z faolligi bilan ajralib turadi.

Asosan mol-mulkni hamda tabiiy ofatlarga qarshi sug'urtalovchi sug'urta kompaniyalari pul bozorining faol ishtirokchilaridan hisoblanadi. Sababi bu turdagi sug'urta kompaniyalarida kutilmagan vaziyatda katta miqdordagi mablag'ga zarurat tug'ilishi mumkin. Shu sababdan ular o'zlarining likvidligini yo'qotmaslik uchun o'z mablag'larining asosiy qismini pul bozoriga yo'naltiradi. Misol uchun, 2004 yilda AQSHning Florida shtatida yuz bergan kuchli to'fon tufayli sug'urta kompaniyalari qariyb 1 milliard AQSH dollariga teng bo'lgan miqdordagi mablag'ni ushbu to'fondan tafolat ko'rganlarga sug'urta badali sifatida to'lagan. Ushbu majburiyatni bajarish uchun sug'urta

kompaniyalari o'zlaridagi pul bozori instrumentlarining bir qismini sotgan. Pensiya fondlari o'z mablag'larining bir qismini aksiya va obligatsiya bozorida foydaliroq investitsion imkoniyatlar yuzaga kelgan vaqtda undan foydalanish maqsadida yetarli mablag'ga ega bo'lish uchun pul bozoriga investitsiya kiritadi. Sug'urta kompaniyalari singari pensiya fondlari ham yuqori likvidlikka ega bo'lishi lozim. Sug'urta kompaniyalaridan farqli o'laroq pensiya fondlarining majburiyatlari miqdori va ularni bajarish vaqtlarini oldindan tahlil qilish unchalik qiyin hisoblanmaydi.

2.3. Pul bozori instrumentlari

Xalqaro tajribaga ko'ra, pul bozori instrumentlariga quyidagilar kiradi:

- davlat qisqa muddatli qimmatli qog'ozlari;
- qayta sotib olinuvchi shartnomalar;
- depozit sertifikatlari;
- tijorat qog'ozi;
- bankir kafolati;
- yevrodollar.

Davlat qisqa muddatli qimmatli qog'ozlari (T-Bills) asosan davlat qarzini qoplash uchun emissiya qilinadi. Ya'ni davlat o'zining soliqlar orqali byudjetiga tushuvchi mablag'lari kelguniga qadar qisqa muddatli qarz majburiyatini ifodalovchi qimmatli qog'ozlarni emissiya qiladi. Ayrim davlatda bu qimmatli qog'oz Moliya vazirligi tomonidan emissiya qilinsa, boshqalarida G'aznachilik tomonidan emissiya qilinadi. AQSH misolida ko'radigan bo'lsak, ushbu qimmatli qog'oz G'aznachilik boshqarmasi (Treasury Department) tomonidan emissiya qiladi hamda T-Bills deb ataladi. Ularning muddati asosan 28; 91 va 182 kuni tashkil etadi. 1998-yildan beri AQSH hukumati investorlar uchun ushbu turdagi qimmatli qog'ozlarni internet orqali sotib olish imkonini yaratdi va bu o'z navbatida ularni individual investorlar orasida yanada kengroq tarqalishiga olib keldi. G'aznachilik ushbu qimmatli qog'ozlar uchun hech qanday foiz to'lovini amalga oshirmaydi. Ular o'zining nominal narxidan past bahoda bozorga joylashtiriladi hamda so'ndirilish muddatida nominal narx bo'yicha

soʻndiriladi. Ularning bozorga joylashtirilish hamda soʻndirilish baholari orasidagi farq asosan muddatga bogʻliq hisoblanadi. Ushbu turdagi qimmatli qogʻozlarning risklilik darajasi nolga teng deb hisoblanadi, sababi hattoki davlatda ularni soʻndirish uchun yetarli mablagʻ boʻlmay qolgan taqdirda ham, davlat shunchaki qoʻshimcha valyuta emissiya qilish orqali ularni soʻndirishi mumkin. Ularning muddati qisqa boʻlganligi sababli inflyatsiya darajasining taʼsiri ham unchalik yuqori hisoblanmaydi.

2.2-jadval

Davlat qisqa muddatli qimmatli qogʻozlarining diskont stavkalari⁶

Qimmatli qogʻozlar turlari	11.04.2018 holatiga	03.2018 holatiga	03.2017 holatiga
Bir yillik qimmatli qogʻozlar boʻyicha	2.09	2.03	1.04
91 kunlik qimmatli qogʻozlar boʻyicha	1.72	1.67	0.83
182 kunlik qimmatli boʻyicha	1.88	1.85	0.95

Qayta sotib olinuvchi shartnomalar (Repurchase agreements). Korxonalar davlat qimmatli qogʻozlarini qayta sotib olish sharti bilan boshqa shaxsga sotishi mumkin. Bunda qancha miqdorda va qachon qaytarib sotib olish oldindan kelishib olinadi. Aksariyat qayta sotib olinuvchi shartnomalar 3 kundan 14 kungacha boʻlgan muddatga ega boʻlsada ayrim hollarda bu muddat 1 oydan 3 oygacha ham boʻlishi mumkin.

Depozit sertifikatleri bank tomonidan emissiya qilinuvchi qimmatli qogʻoz boʻlib, oʻzida muddatni hamda foiz stavkasini aks ettiradi. Ushbu turdagi qimmatli qogʻoz oraliq instrument boʻlib, belgilangan muddat tugagandan soʻng ushbu sertifikatni bankga taqdim etgan shaxs asosiy summani hamda foiz toʻlovini qoʻlga kiritadi. AQSH misolida koʻradigan boʻlsak, depozit miqdori \$100 000 dan \$10 milliongacha boʻladi.

Real sektor korxonalarini tomonidan emissiya qilinadigan pul bozori instrumenti bu tijorat qogʻozi (Sommercial paper) hisoblanadi. Tijorat qogʻozi taʼminlanmagan qarz majburiyatini ifodalovchi, korxonalarini

⁶ <https://www.bankrate.com/rates/interest-rates/treasury.aspx>

tomonidan emissiya qilingan qimmatli qog‘oz bo‘lib, odatda muddati 270 kungacha bo‘ladi. Sababi ushbu qimmatli qog‘oz ta‘minlanmagan bo‘lib, buning muddatini uzaytirish bankrotlik riskini oshirib yuboradi. Faqatgina kreditga layoqatli korxonalar ushbu turdagi qimmatli qog‘ozni emissiya qilish imkoniga ega. Ularni emissiya qilish talablari mavjud bo‘lib, unga ko‘ra ularning muddati AQSH amaliyotida 270 kundan oshmasligi lozim. Bundan ko‘zlangan maqsad ushbu qimmatli qog‘ozni registratsiyadan o‘tkazishdan qochish, ya‘ni qonunchilikda 270 kundan ortiq muddatga ega bo‘lgan qimmatli qog‘ozlar Qimmatli qog‘ozlar va ularni ayriboshlash komissiyasidan ro‘yxatdan o‘tkazilishi lozim. Asosiy qimmatli qog‘ozlar asosan 20 kundan 45 kungacha bo‘lgan muddatga ega bo‘lib, asosan diskontlash asosida emissiya qilinadi. Taxminan 60% tijorat qog‘ozlari bevosita emitentdan investorga sotiladi. Bu turdagi qimmatli qog‘ozlar uchun ikkilamchi bozor mavjud emas.

Shu o‘rinda savol tug‘ilishi tabiiy. Pul bozori instrumentlarining daromadlilik darajasi qanday aniqlanadi? Ular emissiya qilingandan so‘ng o‘zining nominal bahosidan past narxda sotiladi va muddati kelganda esa uni sotib olgan investor qimmatli qog‘ozni emitentga taqdim etib, qimmatli qog‘ozning nominaliga teng bo‘lgan summani qaytarib oladi. Shundan kelib chiqib, ularning daromadlilik darajasi quyidagicha aniqlanadi.⁷

$$i_{\text{discount}} = \frac{F-P}{F} \times \frac{360}{n} \quad (1)$$

Bunda:

i_{discount} – yillik diskont stavka;

F – qimmatli qog‘ozning nominal bahosi;

P – sotish bahosi;

n – muddati (kunda);

Bankir kafolati (Banker’s acceptance) XII asrdan boshlab qo‘llanila boshlagan. Aniqrog‘i shu turdagi operatsiyalar amalga oshirilishining ilk bosqichlari o‘sha davrga to‘g‘ri keladi. Ushbu qimmatli qog‘oz sotuvchidan xaridorga hali yetkazilmagan mahsulotni

⁷ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall 2013, P. 261.

moliyalashtirish uchun ishlatiladi. Tasavvur qilamiz, ABC kompaniyasi Yaponiyaning XYZ kompaniyasidan buldozer sotib olmoqchi, ammo XYZ kompaniyasi pulni qoʻlga kiritishdan oldin buldozerni yuborish niyatida emas, sababi u kompaniya haqida unda yetarli maʼlumot yoʻq. Oʻz navbatida ABC kompaniyasi ham buldozerni qabul qilishdan avval pulni oʻtkazib berish niyatida emas. Ushbu vaziyatda bank Banker's acceptance ni emissiya qilish orqali eksport qiluvchi tomon nomidan import qiluvchi tomonga kafolat beradi. Ushbu qimmatli qogʻoz qisqa muddatli yaʼni 30 kundan 180 kungacha boʻlib, ikkilamchi bozorda ushbu muddat tugaguniga qadar sotilishi ham mumkin. Bank bu vaziyatda oʻz xizmati uchun 2-3% atrofida haq oladi.

Yevrodollar (Eurodollars). Dollarning barqaror valyuta ekanligini inobatga olgan holda aksariyat shartnomalar dunyo boʻyicha AQSH dollarida amalga oshiriladi. Shu sababdan koʻplab kompaniyalar va davlatlar dollarda zaxira saqlashni afzal koʻradi. Shu oʻrinda savol tugʻiladi. Yevrodollar nima? Yevrodollar xorijiy banklar yoki Amerika banklarining xorijiy filiallarida dollarda shakllantirilgan depozitlar hisoblanadi.

Pul bozori instrumentlarini taqqoslaydigan boʻlsak, ularning foiz stavkalari orasida deyarli tavofut yoʻq. Ularning barchasi diskontlash amaliyotini qoʻllash orqali soʻndirilishini inobatga oladigan boʻlsak, diskont stavkalarining yuqori yoki past boʻlishi faqatgina ushbu qimmatli qogʻozlarning muddatiga bogʻliq hisoblanadi.

Ularning likvidlilik darajasini taqqoslaydigan boʻlsak, davlat qisqa muddatli qimmatli qogʻozlarining likvidlilik darajasi tijorat qogʻozlarinikiga nisbatan yuqoriroq hisoblanadi, sababi, tijorat qogʻozlarini sotishning aksariyat hollarda imkoni yoʻq, shu sababli investorlar ushbu qimmatli qogʻozni soʻndirilish muddatini kutadilar.

Tijorat banklari tomonidan taqdim etiladigan overdraft, overnait kreditlari ham pul bozorida keng qoʻllaniladigan amaliyotlardan hisoblanadi.

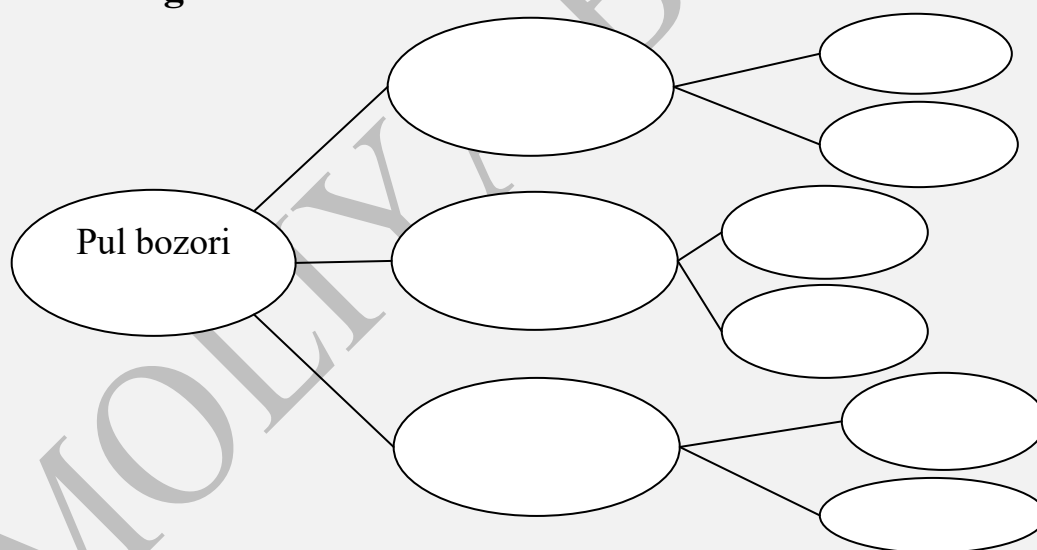
Mamlakatimizdagi tijorat banklari tomonidan overdraft kreditlari keng doirada qoʻllanila boshlanganligini ham shu oʻrinda qayd etib oʻtish zarur.

AMALIYOT DARSINI UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Pul bozorining iqtisodiy mohiyati va qo'llanish xususiyatlari.
2. Pul bozorining vujudga kelishiga obyektiv zarurat.
3. Pul bozori ishtirokchilari.
4. Pul bozori instrumentlari.
5. Pul bozori instrumentlari daromadlilik va risklilik darajasi.
6. Tijorat banklarining pul bozoridagi ishtiroki.
7. Respublikamizda pul bozori amal qilish mexanizmi.
8. Davlat qisqa muddatli qimmatli qog'ozlari muomalaga chiqarilishi va joylashtirilishi.
9. Qisqa muddatli depozit sertifikatlari qo'llanilish tartibi.
10. Pul bozorida qisqa muddatli kreditlarning ajratilish tartibi.

2. Pul bozorining iqtisodiy mohiyatini ochib beruvchi klaster shakllantiring.



3. Pul bozori ishtirokchilarining bozordagi funksiyalari bo'yicha jadvalni to'ldiring.

Ishtirokchilar	Ularning pul bozoridagi funksiyalari
Moliya vazirligi	
Markaziy bank	
Tijorat banklari	
Korxonalar	
Moliyaviy kompaniyalar	

Sug'urta kompaniyalar	
Pensiya fondlari	
Individual investorlar	
Investitsiya fondlari	

4. Xalqaro tajribada keng qo'llaniladigan pul bozori instrumentlari xususiyatlari bo'yicha jadval to'ldiring

Pul bozori instrumentlari	Qo'llanish xususiyatlari
Davlat qisqa muddatli qimmatli qog'ozlari	
Qayta sotib olinuvchi shartnomalar	
Depozit sertifikatlari	
Tijorat qog'ozlari	
Bankir kafolati	
Yevrodollar	

TESTLAR

1. Quyidagi bozorlarning qay birida qisqa muddatli hamda likvidlik darajasi yuqori bo'lgan qimmatli qog'ozlar bilan savdo qilinadi?

- a) pul bozorida;
- b) kapital bozorida;
- d) ulgurji bozorda;
- e) intellektual tovarlar bozorida.

2. Pul bozoridagi qimmatli qog'ozlarning asosiy xususiyatlari noto'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

- a) ularning amal qilish muddati asosan bir yildan uzoq bo'ladi;
- b) ular asosan yirik, ya'ni ko'p miqdorda sotiladi;
- d) ulardagi defolt riski juda ham past hisoblanadi;
- e) ularning muddati emissiya qilingan sanadan boshlab bir yilgacha bo'ladi.

3. Qanday omillar pul bozorining jozibadorligini ta'minlaydi?

- a) qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar bo'yicha bitimlar tuzilishi;

b) asosan yirik kompaniyalarning qimmatli qog'ozlari bilan bitimlar tuzilishi;

d) asosan uzoq muddatli qimmatli qog'ozlar bilan bitimlarning tuzilishi;

e) pul bozori instrumentlarida diskont stavkalarining yuqori bo'lishi.

4. Quyidagilarning qay biri pul bozorining likvidlilik darajasini ta'minlovchi vositachilar hisoblanadi?

a) investitsiya kompaniyalari;

b) sug'urta kompaniyalari;

d) korxonalar;

e) g'aznachilik boshqarmasi.

5. Qanday sabab bilan davlat qisqa muddatli qimmatli qog'ozlari (T-Bills) emissiya qilinadi?

a) davlat qarzini qoplash uchun;

b) davlatdagi inflyatsiya sur'atlarini pasaytirish uchun;

d) valyuta kursini oshirish uchun;

e) davlatdagi banklarning likvidliligini saqlab qolish maqsadida.

6. AQSHda davlat qisqa muddatli qimmatli qog'ozlari (T-Bills)ning muddati asosan necha kunni tashkil etadi?

a) 28; 91 va 182;

b) 182; 91 va 28;

d) 20; 80 va 160;

e) 30; 90 va 120.

7. Pul bozori instrumentlarining daromadlilik darajasini aniqlash formulasi to'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

a) $i_{\text{discount}} = \frac{F - T}{F} \times \frac{360}{n}$;

b) $i_{\text{discount}} = \frac{P}{F} \times \frac{360}{n}$;

d) $i_{\text{discount}} = \frac{F - P}{F} \times \frac{2}{n}$;

$$e) i_{\text{discount}} = \frac{P}{F} \times \frac{n}{360}.$$

8. Bankir kafolati (Banker's acceptance) deb nomlanuvchi operatsiyalarni amalga oshirishning ilk bosqichlari nechanchi asrga to'g'ri keladi?

- a) XII asr;
- b) XI asr;
- d) XX asr;
- e) XIV asr.

9. Pul bozori instrumentlarida diskont stavkalarining yuqori yoki past bo'lishi qanday omilga bog'liq?

- a) ularning muddatiga bog'liq;
- b) ularning daromadligiga bog'liq;
- d) ularning bozor kursiga bog'liq;
- e) ularning nominal qiymatiga bog'liq.

10. Xorijiy banklar yoki Amerika banklarining xorijiy filiallarida dollarda shakllantirilgan depozitlar qanday nomlanadi?

- a) yevrodollar;
- b) yevrobond;
- d) yevronota;
- e) yevrovalyuta.

III BOB. OBLIGATSIYALAR BOZORI

3.1. Obligatsiyalar muomalasi nazariy jihatlar

Qimmatli qogʻozlar bozorining, umuman moliya bozorining muhim instrumentlaridan biri obligatsiyalar hisoblanadi. *Obligatsiya* – uni chiqargan shaxs va egasi oʻrtasidagi qarz munosabatni tasdiqlovchi qimmatli qogʻozdir. Oʻzbekiston Respublikasi “Qimmatli qogʻozlar bozori toʻgʻrisida”gi Qonuniga koʻra: **obligatsiya** – obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda tutilgan muddatda olishga, obligatsiyaning nominal qiymatidan qayd etilgan foizni olishga boʻlgan huquqini yohud boshqa mulkiy huquqlarini tasdiqlovchi emissiyaviy qimmatli qogʻoz. Obligatsiya uning egasiga obligatsiyaning nominal qiymatidan qatʼiy belgilangan foiz boʻyicha daromadni olish huquqini belgilaydi. Obligatsiya boʻyicha daromad foiz yoki diskontda ifodalanadi.

Shunday qilib, obligatsiya – oʻz ichiga ikkita quyidagi asosiy elementni mujassamlashtirgan qarzni ifodalovchi qimmatli qogʻozdir:

- emitent obligatsiya titulida koʻrsatilgan summani muddati kelganda uning egasiga qaytarishi;
- emitent majburiyati obligatsiya egasiga obligatsiya nominal qiymatidan kelib chiqqan holda qatʼiy belgilangan foiz toʻlovlarini amalga oshirishi.

Aksiya va obligatsiya oʻrtasidagi tamoyilial farq aksiya ulush munosabatini anglatishi, obligatsiya esa qarz munosabatini anglatishida namoyon boʻladi. Bunda aksiyani sotib olgan investor kompaniya emitentning mulkdoriga, yaʼni ulushidan kelib chiqqan egasiga aylanadi. Obligatsiya sotib olgan investor kompaniya-emitentning kreditoriga aylanadi. Bundan tashqari, aksiyadan farqli oʻlaroq, obligatsiyaning muomalada boʻlish muddati qatʼiy belgilangan va muddati kelganda soʻndiriladi. Obligatsiya aksiyaga nisbatan afzallikka ega boʻlib, bu afzallik kompaniya tugatilganda birinchi navbatda obligat-

siya bo'yicha foiz to'lovlari, so'ngra aksiya bo'yicha devidendlar to'lanadi; emitent-kompaniya likvidatsiya yoki tugatilishi jarayonida mulkni taqsimlashda aksiyadorlar kompaniyaning barcha majburiyatlari shu jumladan, obligatsiyalar bo'yicha qarz majburiyatlarini so'ndirgandan keyin qolgan mulkdan ulush olishlari mumkin. Obligatsiya qarz instrumenti bo'lganligi sababli kompaniya emitent boshqaruvida qatnashish huquqini bermaydi.

Obligatsiyalar davlat hukumati, turli davlat organlari va munitsipalitetlar mablag'larni jamg'arish instrumenti sifatida namoyon bo'ladi. Korxonalar ham qo'shimcha moliyaviy mablag'larga zarurati yuzaga kelganda korporativ obligatsiyalar muomalaga chiqarishlari va joylashtirishlari mumkin.

Obligatsiyalarni chiqarish kompaniya-emitent uchun bir qator jozibador ahamiyatga ega: obligatsiya emissiyasi orqali kompaniya zarur mablag'larni kreditorlarning kompaniya moliyaviy ho'jalik faoliyatiga aralashuvisiz jalb qilishi mumkin. Ammo, obligatsiya zayomlari orqali jalb qilingan mablag'larni kompaniya xuddi bank kreditlariga qo'shimcha mablag'lar sifatida ko'rib chiqishi zarur. Hatto fond bozori yuqori rivojlangan mamlakatlarda ham emissiya qilingan obligatsiyalar korxonalarining mablag'larga bo'lgan yalpi ehtiyojlarini qoplamaydi. Obligatsiyalar o'z mohiyatiga ko'ra qarz munosabatini bildirganligi sababli bank krediti tamoyillari ularga ham xosdir. Shuning uchun obligatsiyalar emissiyasini amalga oshirish huquqi faqat kredit layoqatiga javob beruvchi korxonalariga beriladi.

Respublikamizda aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan obligatsiyalarni emissiya qilish tartibi O'zbekiston Respublikasi "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi hamda "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida" Qonunlariga asosan belgilanadi. Ushbu qonunlarga asosan aksiyadorlik jamiyatlari obligatsiyalarni emissiya qilishda quyidagi shartlarga amal qilishi zarur:

- jamiyat qonun hujjatlariga va o'z ustaviga muvofiq korporativ obligatsiyalarni va boshqa qimmatli qog'ozlarni chiqarishga hamda joylashtirishga haqli;

- qimmatli qog'ozlarni, shuningdek, korporativ va infratuzilma obligatsiyalarni chiqarish hujjatsiz shaklda chiqariladi;

- emitentning korporativ obligatsiyalarni chiqarish to'g'risidagi qarori qabul qilingan sanadagi, auditorlik tashkiloti xulosasi bilan tasdiqlangan o'z kapitali miqdori doirasida;

- keyingi uch yilda rentabellik, to'lovga qobiliyatlilik, moliyaviy barqarorlik va likvidlilikning auditorlik tashkiloti xulosalari bilan tasdiqlangan ijobiy ko'rsatkichlariga ega bo'lgan, shuningdek qonun hujjatlarida belgilangan tartibda mustaqil reyting bahosini olgan emitentlar tomonidan chiqarilishi mumkin.

Yuqoridagilarni kelib chiqqan holda, obligatsiya - bu:

- emitentning qarz majburiyati;
- byudjet daromadlaridan oshgan xarajatlar qismini moliyalashtirish manbai;
- aksiyadorlik jamiyatlari investitsiya loyihalarini moliyalashtirish manbai;
- aholi va korxonalar uchun qo'shimcha daromad olish manbai.

Obligatsiyalarning qo'llanish doirasi kengligi sababli, ularni turlari va sifati bo'yicha tasniflash maqsadga muvofiqdir. Obligatsiyalarning keng tasnifini keltirish uchun respublikamiz obligatsiya bozoridagi obligatsiyalardan tashqari jahon moliya bozori va transmilliy korporatsiyalar amaliyotida keng qo'llaniluvchi obligatsiyalar turlaridan ham foydalanamiz (3.1-jadval).

3.1-jadval

Obligatsiyalar tasnifi

Obligatsiyalarning tasnifiy belgilari	Mos ravishda obligatsiya turlari
Emitent turiga ko'ra	<ul style="list-style-type: none"> - Davlat obligatsiyalari - Munitsipal obligatsiyalar - Korporativ obligatsiyalar - Xorijiy obligatsiyalar
Muddatiga ko'ra	<ul style="list-style-type: none"> - To'lov va so'ndirish muddati qat'iy belgilangan obligatsiyalar - Muddatsiz yoki qoplanmaydigan obligatsiyalar - Qoplash muddati kelguncha emitent tomonidan qayta chaqirib olinishi mumkin bo'lgan obligatsiyalar - Qoplash muddati kelguncha investor obligatsiyaning nominal qiymati bo'yicha to'lovni olish va qaytarish huquqi bilan joylashtiriluvchi obligatsiyalar

	<ul style="list-style-type: none"> - Emitentga to'lovni uzaytirish huquqini beruvchi qoplash muddati uzaytirilgan obligatsiyalar
Egalik qilish huquqi bo'yicha	<ul style="list-style-type: none"> - Nomi yozilgan, emitent reyestr kitobida va obligatsiya muqovasida obligatsiya egasining nomi kiritiladigan obligatsiyalar. - Taqdim qiluvchiga, obligatsiya egasi taqdim etgan hujjat evaziga.
Obligatsiya maqsadiga ko'ra	<ul style="list-style-type: none"> - Oddiy, turli loyihalarda foydalanishi ko'zda tutilgan qo'shimcha moliyaviy resurslar jalb qilish maqsadida emissiya qilingan obligatsiyalar - Maqsadli, joylashtirishdan tushgan mablag'lar aniq investitsion loyihalarni moliyalashtirishga yo'naltiriladigan obligatsiyalar (infratuzilma obligatsiyalari)
Joylashtirish shakli bo'yicha	<ul style="list-style-type: none"> - Erkin joylashtiriladigan obligatsiya zayomlari - Qat'iy joylashtirish sharti bilan emissiya qilinadigan obligatsiyalar
Nominal qoplanish sharti bo'yicha	<ul style="list-style-type: none"> - Nominal summa bir marta qoplanadigan obligatsiyalar - Belgilangan vaqt oralig'ida nominal summadan ulushli to'lovli obligatsiyalar - Obligatsiyalar umumiy sonidan izchil ravishda qat'iy belgilangan to'lovli obligatsiyalar (lotoreyalar, tirajli zayomlar)
Emitent tomonidan obligatsiyalar bo'yicha turli to'lovlar amalga oshirilishiga ko'ra	<ul style="list-style-type: none"> - Qat'iy belgilangan daromad keltiruvchi va qoplanish muddati oxirida nominal summa ham qaytarilishi kafolatlanadigan obligatsiyalar - Kuponsiz yoki nollik kuponli obligatsiyalar - Qoplash vaqtida foiz to'lovlari va obligatsiya nominal qiymati to'lanadigan obligatsiyalar - Obligatsiya nominal qiymati qaytariladigan, kupon to'lovlari to'lanishi emitent kompaniya moliyaviy faoliyati natijalariga bog'liq obligatsiyalar
Kupon to'lovlariga ko'ra daromad turlari bo'yicha	<ul style="list-style-type: none"> - Qat'iy belgilangan kupon stavkali obligatsiyalar - Suzib yuruvchi kupon stavkali obligatsiyalar - Muomala muddati davomida kupon foiz stavkasi bir xil oshib boruvchi (indeksli) obligatsiyalar - Minimal yoki nol kuponli obligatsiyalar (daromadlilik joylashtirish (bozor) bahosi nominal qiymatdan kelib chiqib belgilanuvchi obligatsiyalar) - To'lov tanlovli obligatsiyalar - Kupon stavka yoki suzib yuruvchi stavka bo'yicha daromad to'lanuvchi aralash turdagi obligatsiyalar

Muomala xarakteri bo'yicha	- Konvert obligatsiyalar - Aksiyalarga konvertatsiyalanishi mumkin bo'lgan obligatsiyalar
Qilingan investitsiyalar himoyalangan darajasi bo'yicha	- Yuqori ta'minotga va nufuzga ega kompaniyalar tomonidan emissiya qilingan ishonchli obligatsiyalar - Ishonch nihoyatda past spekulyativ xarakterga ega obligatsiyalar

Bundan tashqari obligatsiyalarni *ta'minlanganlik darajasi* bo'yicha ham tasniflanadi. Bunda ta'minlangan va ta'minlanmagan obligatsiyalar ajratib ko'rsatiladi. Ta'minlangan obligatsiyalarda garov sifatida mol-mulk, kafillik, garov masalalari ko'riladi. Ta'minlanmagan obligatsiyalar bo'yicha esa hech qanday ta'minot ko'rsatilmaydi. Bunday obligatsiyalar odatda bozorda yuqori nufuzga hamda yuqori moliyaviy barqarorlikka ega emitentlar tomonidan muomalaga chiqariladi.

Umumiy holda obligatsiyalar muomalasi emitent uchun ham, investor uchun ham ma'lum bir afzalliklarga va kamchiliklarga ega hisoblanadi (3.2-jadval).

3.2-jadval

Obligatsiyalarning ayrim turlari afzalliklari va kamchiliklari

Obligatsiya turi	Afzalliklari		Kamchiliklari	
	Emitent uchun	Investor uchun	Emitent uchun	Investor uchun
Ta'minlangan obligatsiyalar	Obligatsiyani joylashtirish bo'yicha muammoning deyarli yo'qligi	Qarz majburiyatni qaytarish kafolati yuqori darajada	Moddiy aktivlarning garov riski	Boshqa obligatsiyalarga nisbatan foizli daromadning pastligi
Ta'minlanmagan obligatsiyalar	Mablag'larni moddiy aktivlar garovsiz jalb qilish imkoniyati	Ta'minlangan obligatsiyaga nisbatan yuqori foizli daromad olish	Qarz zayomi hajmi kompaniya-ning ishbilarmonlik nufuzi va moliyaviy holatga bog'liqligi	Qarz majburiyati qoplanmasligi vaziyati yuzaga kelganda talab qilish imkoniyati pastligi

Qayta chaqirib olinadigan obligatsiyalar	Qoplash muddatidan avval qaytarib olish va qoplash muddatlarini tanlash imkoniyati mavjud	Qaytarib olish va nominal narxlar tafovutidan foyda olish imkoniyati	Qoplash muddatidan avval qaytarib olinganlik uchun to'lov	Obligatsiyaga egalik qilish huquqi cheklanganligi
Konvertatsiyal anuvchi obligatsiyalar	Qarz majburiyati qiymati pasayishi imkoniyati	Qo'yilmalar xavfsizligining yuqori darajasi	Aksiyadorlar tarkibining kengayishi natijasida g'arazli aksiyadorlar paydo bo'lishi	Boshqa obligatsiyalarga nisbatan daromad pastroq bo'lishi mumkin

Umumiy olganda obligatsiyalarning boshqa turlari ham investor yoki emitent nuqtai nazaridan ma'lum bir ustuvorliklarga hamda kamchiliklarga ega hisoblanadi.

3.2. Obligatsiyalar qiymati va daromadlilikini baholash

Qarz munosabatini anglatuvchi moliyaviy instrumentlar sifatida obligatsiyalar qat'iy belgilangan daromad keltiruvchi qimmatli qog'ozlar toifasiga kiritiladi. Bunday toifaga qat'iy belgilangan miqdorda dividend to'lash belgilab qo'yilgan imtiyozli aksiyalarni ham kiritish mumkin.

“Qat'iy belgilangan daromad” umumqabul qilingan atamasini qat'iy ravishda tushunmaslik lozim. Bu atama bunday qimmatli qog'ozlar bo'yicha operatsiya o'tkazish vaqtida nazariy jihatdan to'lovlar muddatlari va miqdorlarining oldindan ma'lum qilinishini anglatadi.

Xalqaro tajribaga ko'ra obligatsiyalarning turli xil turlari amal qilishiga qaramasdan ularni daromad to'lash shakllari bo'yicha quyidagicha uchta tur keng qo'llaniladi:

- *kuponli*, qat'iy belgilangan yoki suzib yuruvchi kupon stavkali obligatsiyalar;
- *diskontli (kuponsiz)*, yoki *nollik kuponli obligatsiyalar*;
- *qoplash vaqtida daromad to'lanadigan obligatsiyalar*.

Kuponli obligatsiyalar qarzning asosiy summasi qaytarilishi bilan bir vaqtda davriy ravishda pul to'lovlarini ham nazarda tutadi. Bunday to'lovlarning miqdori nominalga nisbatan foizlarda ifodalanadigan kupon stavkasida belgilanadi. Kuponli to'lovlar odatda bir yil davomida bir, ikki yoki to'rt marta amalga oshiriladi.

Bunday qimmatli qog'ozlar harakati natijasidagi pul oqimlari qat'iy belgilangan kuponda operatsiya muddatining oxirida obligatsiyaning diskontlangan nominal qiymatiga qo'shiladigan annuitetni o'zida aks ettiradi. Soddalashtirish maqsadida diskontlash yagona r stavka bo'yicha amalga oshirilishini shart qilib qilib qo'yamiz. Shunda kuponli obligatsiya qiymati quyidagi formula bo'yicha aniqlanishi mumkin:

$$V = \sum_{t=1}^{mn} \frac{(N \times k) \div m}{(1 + r \div m)^t} + \frac{F}{(1 + r)^{nm}},$$

bu yerda F – qoplash summasi (qoidaga ko'ra nominal);

k – yillik kupon stavkasi;

r – bozor stavkasi (diskont me'yori);

n – obligatsiya muddati;

m – bir yilda kuponli to'lovlar soni.

Misol ko'rib chiqamiz.

Agar daromadlilik me'yori (bozor stavkasi) 12 foizga teng bo'lsa, har chorakda to'lanadigan yillik kupon stavkasi 8 foiz bo'lgan 1000 birlik nominalga ega uch yillik obligatsiyaning joriy qiymatini aniqlang.

$$V = \sum_{t=1}^{12} \frac{(1000 \times 0,08) \div 4}{(1 + 0,12 \div 4)^t} + \frac{1000}{(1 + 0,12 \div 4)^{12}} = 900,46 \text{ birlik} .$$

Shunday qilib, mazkur operatsiya bo'yicha daromadlilik me'yori 12 foiz bo'lganda taxminan 900,46 birlikka teng bahoda obligatsiyani xarid qilish mumkin.

Yuqoridagi masala bo'yicha daromadlilik me'yori (bozor stavkasi) 6 foizga teng bo'lganda obligatsiya qiymatini aniqlaymiz.

$$V = \sum_{t=1}^{12} \frac{(1000 \times 0,08) \div 4}{(1 + 0,06 \div 4)^t} + \frac{1000}{(1 + 0,06 \div 4)^{12}} = 1054,53 \text{ birlik}$$

Yuqoridagilardan ko'rinib turibdiki, obligatsiyalar joriy qiymati talab qilinadigan daromadlilik me'yori va qoplash muddatiga bog'liq.

Bu bog‘liqlik teskari xususiyatga ham ega. Keltirilgan baholashning bazaviy modelidan isbot talab qilmaydigan quyidagi ikkita aksiomalar guruhini keltirish mumkin.

Birinchi aksiomalar guruhi obligatsiya qiymati, kupon stavkasi va bozor stavkasi (daromadlilik me‘yori) o‘rtasidagi o‘zaro bog‘liqlikni o‘zida aks ettiradi:

- agar bozor stavkasi (daromadlilik me‘yori) kupon stavkasidan yuqori bo‘lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan past bo‘ladi, ya‘ni obligatsiya diskont bilan sotiladi;

- agar bozor stavkasi (daromadlilik me‘yori) kupon stavkasidan past bo‘lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan yuqori bo‘ladi, ya‘ni obligatsiya mukofot bilan sotiladi;

- bozor stavkasi (daromadlilik me‘yori) va kupon stavkasi teng bo‘lganda obligatsiya joriy qiymati va nominali teng bo‘ladi.

Yuqorida keltirilgan masalalar bunga misol bo‘la oladi.

Ikkinchi aksiomalar guruhi obligatsiya qiymati va uni qoplash muddati o‘rtasidagi o‘zaro bog‘liqlikni ifodalaydi:

- agar bozor stavkasi (daromadlilik me‘yori) kupon stavkasidan yuqori bo‘lsa, obligatsiya bo‘yicha diskont summasi qoplash muddatining yaqinlashishiga qarab kamayib boradi;

- agar bozor stavkasi (daromadlilik me‘yori) kupon stavkasidan past bo‘lsa, obligatsiya bo‘yicha mukofot miqdori qoplash muddatining yaqinlashishiga qarab kamayib boradi;

- obligatsiyani qoplash muddati qancha uzoq bo‘lsa, bozor stavkasiga nisbatan uning bahosi ta‘sirchanroq bo‘ladi.

Kuponli obligatsiya qiymatini aniqlash formulasidagi o‘zaro nisbat davriy ravishda qat‘iy belgilangan daromad keltiruvchi har qanday moliyaviy instrumentning qiymatini baholash uchun asos bo‘lib xizmat qiladi.

Agar kuponli obligatsiyaning qoplash muddati yetarli darajada yuqori, masalan 50 yildan ortiq bo‘lsa, tahlil jarayonida bunday muddatlarni muddatsiz sifatida qarash qulay hisoblanadi.

Muddatsiz obligatsiyalar qiymati o‘zida doimiy rentani aks ettiruvchi pul oqimlari harakatiga ega degan farazdan kelib chiqqan holda aniqlanishi mumkin. Shunda uni quydagicha aniqlash mumkin bo‘ladi:

$$V_{\infty} = \frac{CF}{r}.$$

Agarda bir yil davomida to'lovlar m marta amalga oshirilsa, obligatsiya qiymatini hisoblash formulasi quyidagicha ko'rinishga ega bo'ladi:

$$V_{\infty} = \frac{CF}{m[(1+r)^{\frac{1}{m}} - 1]}.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

IBM kompaniyasining 100 birlik nominalga ega, qoplash muddati 100 yil bo'lgan obligatsiya qiymatini talab qilinadigan daromadlilik me'yori 8,5 foiz bo'lgan holatda aniqlaymiz. Kupon stavkasi 7,72 foiz va har yarim yilda bir marta to'lanadi.

$$V_{\infty} = \frac{7,72/2}{2[(1,085)^{\frac{1}{2}} - 1]} = 48,25 \text{ birlik.}$$

Muomala muddati bir yildan kam bo'lmagan kuponsiz yoki diskontli obligatsiyalar qiymatini baholash jarayoni F nominal qiymat, r foiz stavka va n qoplash muddati ma'lum bo'lgan holatda elementar to'lov oqimi hozirgi miqdorini aniqlash orqali ifodalanadi. Qabul qilingan belgilashlardan kelib chiqqan holda bunday aktiv joriy qiymati formulasi quyidagi ko'rinishga ega bo'ladi:

$$V = \frac{F}{(1+r)^n}.$$

Bundan kuponsiz obligatsiya nominali 100 foiz deb qabul qilinadi, uning kurs qiymati esa quyidagiga teng bo'ladi:

$$K = \frac{100}{(1+r)^n}.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

Qoplash muddati uch yil, talab qilinadigan daromadlilik me'yori 4,4 foizga teng bo'lsa nominal qiymati 1000 birlikka teng bo'lgan kuponsiz obligatsiyani investor qanchaga sotib olishi mumkin?

$$1000/(1+0,044)^3 = 878,82 \text{ birlik.}$$

Nol kuponli obligatsiyalar aniq belgilab qo'yilgan vaqt gorizonti bo'yicha o'tkaziladigan operatsiyalar nuqtai nazaridan investorlar qiziqishiga sabab bo'ladi. Ular foiz stavkalarining vaqtinchalik tarkibini belgilab beruvchi investitsion tahlilda muhim rol o'ynaydi.

Keltirib o‘tilgan o‘zaro bog‘liqliklar va misollardan ko‘rinib turibdiki, ko‘rib chiqilgan obligatsiyalar tiplari qiymati r bozor stavkasi va n qoplash muddati o‘rtasida teskari bog‘liqlik mavjud.

Uzoq muddatli *qoplash vaqtida foizlar to‘lanadigan obligatsiyalar* bahosi talab qilinadigan daromadlilik me‘yori (bozor stavkasi) bo‘yicha daromad olish imkonini beruvchi amal qiladigan to‘lovlar oqimining hozirgi qiymatiga teng. Bunda k – e‘lon qilingan to‘lov foiz stavkasi. Qabul qilingan belgilashlarni hisobga olgan holda obligatsiyaning V haqiqiy qiymati va K kurs qiymati talab qilinadigan daromadlilikdan kelib chiqqan holda quyidagiga teng bo‘ladi:

$$V = F \left(\frac{1+k}{1+r} \right)^n ;$$

$$K = 100 \left(\frac{1+k}{1+r} \right)^n .$$

Obligatsiyalarga investitsiyalar samaradorligi umumiy o‘lchovi sifatida qoplash muddatigacha daromadlilik (Yield To Maturity – YTM) ko‘rsatkichidan foydalaniladi.

Qoplash muddatigacha daromadlilik investorning qimmatli qog‘ozni qoplash muddatigacha saqlashi natijasida olishi mumkin bo‘lgan daromadlilik darajasini o‘zida aks ettiradi. Bunda obligatsiyaning joriy bahosi va uning bozor bahosi (P) o‘rtasidagi nisbatning foizdagi ifodasi olinadi.

Bir yilda bir marta to‘lanadigan qat‘iy belgilangan kuponli obligatsiyalar uchun belgilangan tenglikdan kelib chiqqan holda YTM quyidagicha aniqlanadi:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+YTM)^t} + \frac{F}{(1+YTM)^n} ,$$

bu yerda F – qoplash bahosi (qoidaga ko‘ra nominal bahosi).

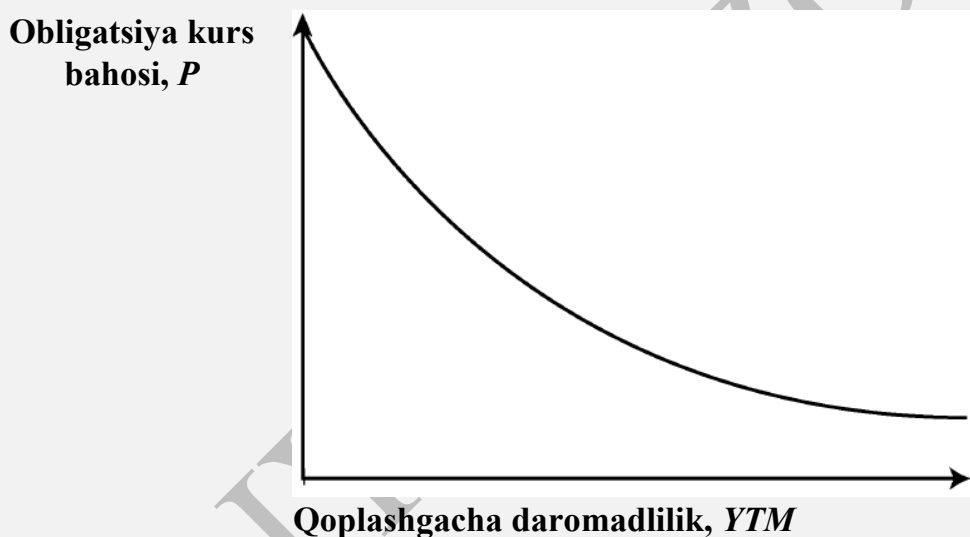
Keltirilgan matematik ifodadan YTMni aniqlash mumkin. Qayd etib o‘tish kerakki, formula bo‘yicha hisoblanadigan YTM ko‘rsatkichi investitsiya ichki daromadlilik me‘yorini o‘zida aks ettiradi. Bu yerda e‘tibor talab qiladigan jihat shuki, obligatsiyani qoplashgacha real daromadlilik quyidagi shartlar bajarilgandagina aniqlanadi:

- obligatsiya qoplash muddatigacha saqlanishi lozim;

- olinadigan kuponli daromadlar darhol $r = YTM$ stavka bo'yicha qayta investitsiyalanishi kerak.

Shunday qilib, qoplashgacha bo'lgan daromadlilik YTM va kuponli daromadni reinvestitsiyalash stavkasi r o'rtasida to'g'ridan-to'g'ri bog'liqlik amal qiladi. Ya'ni r pasayishi bilan YTM ham pasayadi, r o'sishi bilan YTM ham o'sib boradi.

YTM ko'rsatkichiga obligatsiyaning xarid bahosi ham ta'sir ko'rsatadi. Kuponli obligatsiyaning qoplashgacha daromadliliigi YTMning uning bozor qiymati P ga fundamental bog'liqligi quyidagi rasmda keltirilgan (16-rasm). Qayd etish kerakki, bu yerda teskari bog'liqlik amal qiladi.



16-rasm. Kuponli obligatsiyaning qoplashgacha daromadliliigi YTMning uning bozor qiymati P ga bog'liqligi

Kupon stavkasi k , qoplashgacha daromadlilik YTM va obligatsiya bozor bahosi P o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni aks ettiruvchi fundamental qoidalarni quyida keltirib o'tamiz:

- agar $P > F$ bo'lsa, unda $k > YTM$;
- agar $P < F$ bo'lsa, unda $k < YTM$;
- agar $P = F$ bo'lsa, unda $k = YTM$.

Bu qoidalarga amal qilishda YTMning kuponli to'lovlarni reinvestitsiyalash stavkasiga bog'liqligini unutmaslik kerak. Umuman YTM ko'rsatkichiga qoplashgacha o'rtacha kutiladigan daromadlilik sifatida qaralishi lozim.

Muddatsiz obligatsiyalar qoplashgacha daromadliligi YTMni aniqlash uchun quyidagi tenglikdan foydalanish mumkin:

$$YTM = \left[1 + \frac{k}{m} \times \frac{100}{K} \right]^m - 1.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

IBM kompaniyasining muomala muddati 100 yilga teng bo'lgan obligatsiyasi 92,50 birlik kurs bo'yicha sotib olingan. Kupon stavkasi 7,72 foizga teng va har yarim yilda bir marta to'lanadi. Operatsiya daromadliligini aniqlang.

$$YTM = (1 + (0,0772/2) * (100/92,50))^2 - 1 = 0,0852 \text{ yoki } 8,5 \text{ foiz.}$$

Olingan natijadan ko'rinib turibdiki, mazkur obligatsiya qoplashgacha daromadliligi kupon stavkasidan yuqori.

Kuponsiz obligatsiyalar uchun yagona daromad manbai obligatsiyaning xarid bahosi va nominal bahosi (qoplash bahosi) o'rtasidagi farq hisoblanadi. Obligatsiyaning nominali ma'lum ekan (100 foiz qabul qilingan) operatsiya daromadliligini aniqlash uchun ikkita ko'rsatkich xarid bahosi P (yoki kurs K) va qoplash muddati n ni bilish yetarli. Shunda kuponsiz obligatsiya bo'yicha qoplashgacha daromadlilik quyidagi formula bo'yicha aniqlanishi mumkin:

$$YTM = \sqrt[n]{\frac{F}{P}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{100}{K}} - 1.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

Qoplash muddati uch yil, 1000 birlik nominalga ega kuponsiz obligatsiya 878,80 birlik baho bo'yicha sotib olingan. Obligatsiyaning qoplashgacha daromadliligini aniqlang.

$$YTM = \sqrt[3]{\frac{1000}{878,8}} - 1 = 0,044 \text{ yoki } 4,4 \text{ foiz.}$$

Kuponsiz obligatsiya bo'yicha qoplashgacha daromadlilik obligatsiyaning xarid bahosi va qoplash muddatiga nisbatan teskari bog'liqlikka ega.

Qoplash vaqtida foiz to'lanadigan obligatsiyalar bo'yicha qoplashgacha daromadlilik quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$YTM = \sqrt[n]{\frac{FV}{P}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{100}{K}} - 1,$$

bu yerda FV – hisoblangan foizlarni o‘z ichiga olgan qoplash summasi.

Amaliyotda bunday moliyaviy instrumentlar ikkilamchi bozorda nominaldan farqli bahoda sotilishi mumkin. Shuning uchun ham umumiy holatda qoplashgacha daromadlilik YTM kurs bahosi K orqali aniqlanishi qulayroq hisoblanadi:

$$YTM = \frac{1 + k}{\sqrt[n]{\frac{K}{100}}} - 1.$$

Misol ko‘rib chiqamiz.

Qoplash muddati uch yil, nominali 100 ming birlikka teng bo‘lgan qoplash vaqtida foiz to‘lanadigan obligatsiya 90 ming birlikka, ya‘ni nominalining 90 foiziga sotib olingan. Yillik foiz stavkasi 20 foiz. Investitsiya daromadlilikini aniqlang.

$$YTM = \frac{1 + 0,2}{\sqrt[3]{0,9}} - 1 = 0,2428 \text{ yoki } 24,28 \text{ foiz.}$$

Bunday moliyaviy instrumentlar bo‘yicha qoplashgacha daromadlilik va bozor bahosi (kursi) o‘rtasidagi bog‘liqlikdan quyidagi qoidalarni anglash mumkin:

- agar $P < F$ ($K < 100$) bo‘lsa, unda $YTM > k$ bo‘ladi;
- agar $P = F$ ($K = 100$) bo‘lsa, unda $YTM = k$ bo‘ladi;
- agar $P > F$ ($K > 100$) bo‘lsa, unda $YTM < k$ bo‘ladi.

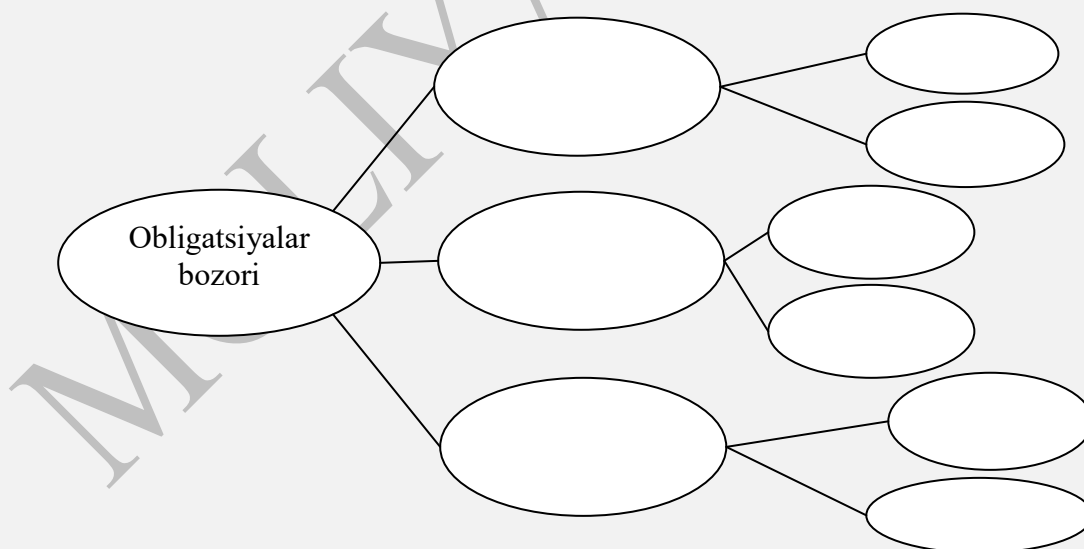
Obligatsiyalar real qiymatini aniqlash va daromadlilikini baholash bo‘yicha yuqoridagilarga qo‘shimcha tarzda boshqa ko‘rsatkichlardan ham amaliyotda keng foydalaniladi.

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Obligatsiyalarning iqtisodiy mohiyati va o'ziga xos xususiyatlari.
2. Tasnifiy belgilariga ko'ra obligatsiyalarning turlari.
3. Davlat obligatsiyalari muomalasi xususiyatlari.
4. Korporativ obligatsiyalar muomalaga chiqarish shartlari.
5. Ta'minlangan va ta'minlanmagan obligatsiyalar.
6. Daromad to'lanishiga ko'ra obligatsiyalar turlari va ularning o'zaro farqli jihatlari.
7. Kuponli obligatsiyalar daromadlilikini baholash.
8. Kuponsiz obligatsiyalar daromadlilikini baholash.
9. Qoplash vaqtida foizlar to'lanadigan obligatsiyalar bo'yicha daromadlilikni aniqlash.
10. O'zbekiston obligatsiyalar bozoridagi holat.

2. Obligatsiyalar bozorining iqtisodiy mohiyatini va xususiyatlarini o'zida aks ettiruvchi klaster shakllantiring.



3. Obligatsiyalar afzalliklari va kamchiliklari bo'yicha T-sxemani to'ldiring.

Afzalliklari	Kamchiliklari
1	1
2	2
3	3
...	...

4. Davlat obligatsiyalari va korporativ obligatsiyalar qo'llanilishi bo'yicha umumiy va alohida xususiyatlaridan kelib chiqqan holda quyidagi jadvalni to'ldiring.

Davlat obligatsiyalari	Umumiy xususiyatlar	Korporativ obligatsiyalar
1	1	1
2	2	2
3	3	3
...

TESTLAR

1. Uni chiqargan shaxs va egasi o'rtasidagi qarz munosabatni tasdiqlovchi qimmatli qog'oz turi qanday nomlanadi?

- a) obligatsiya;
- b) aksiya;
- d) yevrodollar;
- e) yevroaksiya.

2. Obligatsiyalar bo'yicha daromad qanday ko'rinishda ifodalanadi?

- a) foiz yoki diskont ko'rinishida;
- b) dividend ko'rinishida;
- d) ulush ko'rinishida;
- e) pay ko'rinishida)

3. Obligatsiyalar emissiyasini amalga oshirish huquqi qanday korxonalariga beriladi?

- a) faqat kredit layoqatiga javob beruvchi korxonalariga;
- b) moliyaviy inqiroz yoqasidagi korxonalariga;

- d) davlat ulushi mavjud korxonalariga;
- e) faqat aksiyadorlik jamiyatlariga)

4. Kompaniya tugatilganda qimmatli qog'ozlarni so'ndirish tartibi to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) birinchi navbatda obligatsiya bo'yicha foiz to'lovlari, so'ngra aksiya bo'yicha dividendlar to'lanadi;
- b) avval imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar so'ngra esa obligatsiya bo'yicha foiz to'lovlari to'lanadi;
- d) kompaniyalar tugatilganda qimmatli qog'ozlar bo'yicha hech qanday to'lovlar amalga oshirilmaydi;
- e) faqat oddiy va imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar to'lanadi.

5. Obligatsiyalarning emitent turiga ko'ra ko'rinishlari noto'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) konvert obligatsiyalar;
- b) munitsipal obligatsiyalar;
- d) korporativ obligatsiyalar;
- e) xorijiy obligatsiyalar.

6. Ta'minlangan obligatsiyalarning emitent va investor uchun afzalliklari nimalardan iborat?

- a) emitent uchun obligatsiyani joylashtirish bo'yicha muammo-ning deyarli yo'qligi va investor uchun qarz majburiyatni qaytarish kafolati yuqori darajadali;
- b) emitent uchun qoplash muddatidan avval qaytarib olinganlik uchun to'lov va investor uchun obligatsiyaga egalik qilish huquqi cheklanganligi;
- d) emitent uchun qarz majburiyati qiymati pasayishi imkoniyati va investor uchun qo'yilmalar xavfsizligining yuqori darajasi;
- e) emitent uchun moddiy aktivlarning garov riski mavjudligi va investor uchun boshqa obligatsiyalarga nisbatan foizli daromadning pastligi.

7. Kuponli obligatsiyalar qiymatini aniqlash formulasi to'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

a) $V = \sum_{t=1}^{nm} \frac{(N \times k) \div m}{(1+r \div m)^t} + \frac{F}{(1+r)^{nm}};$ b) $V = \frac{F}{(1+r)^n};$

$$d) V_{\infty} = \frac{CF}{m[(1+r)\frac{1}{m} - 1]}$$

$$e) V = \sum_{t=1}^{mn} \frac{(N \times k) \div m}{(1+r \div m)^t}$$

8. Daromad to'lash shakllari bo'yicha obligatsiyalarning tasniflanishi to'g'ri berilgan javobni ko'rsating.

- a) kuponli, diskontli va qoplash vaqtida daromad to'lanadigan obligatsiyalar;
- b) nollik kuponli va qoplash vaqtida foiz to'lanadigan obligatsiyalar;
- d) kuponsiz va nollik kuponli obligatsiyalar;
- e) qoplash vaqtida daromad to'lanadigan va nollik kuponli obligatsiyalar.

9. Obligatsiya qiymati, kupon stavkasi va bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

- a) agar bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) obligatsiya kupon stavkasidan yuqori bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan past bo'ladi, ya'ni obligatsiya diskont bilan sotiladi;
- b) agar bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) obligatsiya kupon stavkasidan past bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan past bo'ladi;
- d) agar talab qilinadigan daromadlilik me'yori obligatsiya kupon stavkasidan yuqori bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan yuqori bo'ladi;
- e) agar talab qilinadigan daromadlilik me'yori obligatsiya kupon stavkasidan past bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominaliga teng bo'ladi.

10. Kuponsiz obligatsiya joriy qiymati qaysi formula yordamida aniqlanadi?

$$a) V = \frac{F}{(1+r)^n};$$

$$b) V = \frac{100}{(1+r)^n};$$

$$d) V = \frac{F}{(1+k)^n};$$

$$e) V = \frac{F_{xn}}{(1+r)^n}.$$

IV BOB. AKSIYALAR BOZORI

4.1. Aksiyalarning qo‘llanishi va aksiyalar bozori o‘ziga xos xususiyatlari

O‘zbekiston Respublikasi “Qimmatli qog‘ozlar bozori” to‘g‘risidagi qonunda belgilanishicha, aksiya – o‘z egasining aksiyadorlik jamiyati foydasining bir qismini dividendlar tarzida olishga, aksiyadorlik jamiyatini boshqarishda ishtirok etishga va u tugatilganidan keyin qoladigan mol-mulkning bir qismiga bo‘lgan huquqini tasdiqlovchi, amal qilish muddati belgilanmagan, egasining nomi yozilgan emissiyaviy qimmatli qog‘oz. Aksiyalar oddiy va imtiyozli aksiyalarga bo‘linadi.

Oddiy aksiya o‘z egasiga aksiyadorlarning umumiy yig‘ilishida o‘z ovozi bilan ishtirok etish huquqi, dividendlar olish va aksiyadorlik jamiyati tugatilganda mulkning bir qismiga ega bo‘lish huquqini beruvchi qimmatli qog‘oz. Aksiyadorlar umumiy yig‘ilishida aksiyador yoki uning vakolatchisi ishtirok etishi mumkin.

Oddiy aksiya egalari quyidagi huquqlarga ega:

– ovoz berish huquqi yoki korporativ tuzilmani boshqarishda ishtirok etish. Oddiy aksiyalar egalari aksiyadorlarning yillik umumiy yig‘ilishlarida va korporativ tuzilma faoliyatiga doir muhim qarorlar qabul qilishda ishtirok etish huquqini beradi;

– korporativ tuzilma daromadlarida qatnashish yoki dividendlar olish huquqi. Dividend bu korporativ tuzilma daromadlarining qismi bo‘lib, aksiyalar soniga qarab aksiyadolarga taqsimlanadi. Oddiy aksiyalar bo‘yicha dividendlar barcha soliqlar, kreditorlik majburiyatlar, obligatsiya bo‘yicha foizlar va imtiyozli aksiyalar bo‘yicha dividendlar to‘langandan keyin to‘lanadi;

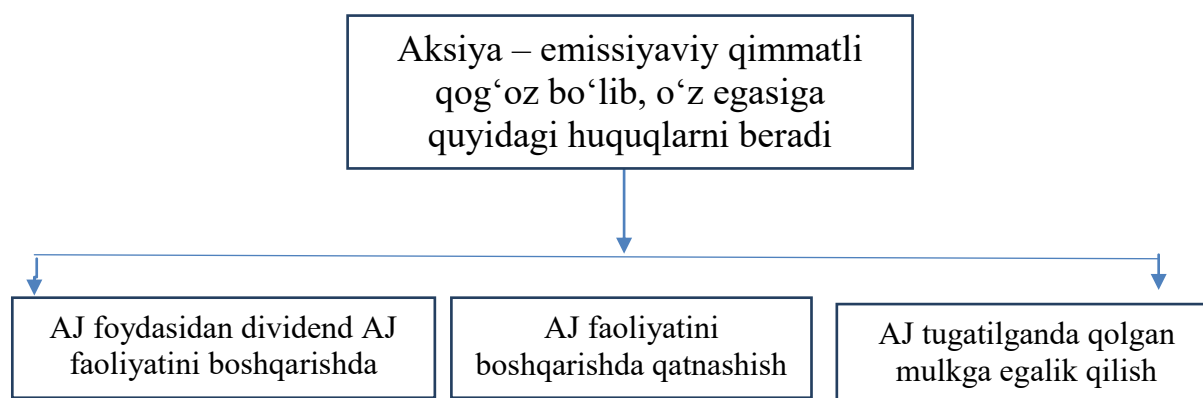
– yangi emissiya qilingan aksiyalarni boshqa shaxslarga taklif etishdan oldin sotib olish huquqi afzalliklari. Bu huquqning afzalligi yangi emissiya qilingan aksiyalarni sotib olgan yangi aksiyadorlar oldida ularning ulushini himoya qilishdadir. Bunday huquq ayniqsa

nazorat hamda yirik paket aksiyalar egalari uchun muhimdir. Ushbu huquqdan foydalangan holda aksiyadorlar o'zlarining kompaniyadagi ulushi miqdorida aksiyalarni sotib olishlari mumkin. Huquq afzalligi yana yangi aksiyalar ochiq bozorga chiqmasidan oldin nominal yoki bozor bahosidan arzon narxda aksiyador tomonidan xarid qilinishi mumkin. Buning natijasida bunday afzaliy huquq oldi sotdi obyekt bo'lishi mumkin;

– korporativ tuzilma tugatilishida mulk qismidan ulush olish huquqi. Kompaniyaning tugatilishi – bu kompaniya o'z faoliyatini to'xtatishi, barcha kreditorlar bilan qarzdorliklarni hisob kitob qilishi, qolgan mulkni aksiyadorlar o'rtasida taqsimlashi va boshqalar.

Ovoz huquqi – oddiy aksiya egalari uchun muhim xususiyat. Ammo xorijiy kompaniya oddiy aksiyalarini sotib olayotganda shunga e'tibor berish lozimki, oddiy aksiyalarni chiqarayotganda kompaniyalar investorlarning ovoz huquqini cheklovchi yoki umuman rad etuvchi aksiyalarni ham emissiya qilishi mumkin. Aksincha, bunga qarshi ko'p ovozli, ya'ni bitta aksiya egasiga bir nechta ovoz huquqini beruvchi aksiyalar ham chiqarilishi mumkin (ayniqsa, chet el kapitali ishtirokidagi kompaniyalarda).

Umumiy holda aksiyadorlar huquqlariga quyidagilarni kiritish mumkin (4.1-rasm).



4.1-rasm. Aksiya egalarining huquqlari

Aksiyadorlik jamiyati tashkil qilinayotganda uning aksiyalari ta'sischi o'rtasida taqsimlanadi. Ta'sischi aksiyadorlik jamiyatini tashkil qilish to'g'risida qaror qabul qilgan bo'lib, ular yuridik va jismoniy shaxslar bo'lishi mumkin. Jamiyat yuridik shaxsni ta'sis etish

yoki qayta tashkil etish (qo‘shib yuborish, bo‘lish, ajratib chiqarish, o‘zgartirish) yo‘li bilan tashkil etilishi mumkin. Jamiyatning muassislari uni tashkil etish to‘g‘risida o‘zaro ta‘sis shartnomasini tuzadilar, shartnomada ularning jamiyatni ta‘sis etishga doirga birgalikdagi faoliyatni amalga oshirish tartibi, jamiyat ustav fondining (ustav kapitalining) miqdori, muassislar o‘rtasida joylashtirilishi lozim bo‘lgan aksiyalarning turlari, ular uchun to‘lanadigan haqning miqdori va uni to‘lash tartibi, muassislarning jamiyatni tashkil etishga doir huquq va majburiyatlari belgilanadi. Aksiyadorlik jamiyatni ta‘sis etish to‘g‘risidagi qaror muassislarning ovoz berish natijalarini hamda jamiyatni ta‘sis etish, uning ustavini tasdiqlash, jamiyatning boshqaruv organlarini shakllantirish masalalari yuzasidan muassislar qabul qilgan qarorlarni aks ettiradi.

Aksiyadorlik jamiyatini ta‘sis etish, uning ustavini tasdiqlash to‘g‘risidagi va muassis tomonidan jamiyatning aksiyalari haqini to‘lash uchun kiritilayotgan qimmatli qog‘ozlarning, o‘zga mulkiy huquqlarning yoki pulda ifodalanadigan bahoga ega bo‘lgan boshqa huquqlarning pulda ifodalanadigan bahosini haqidagi qarorlar muassislar tomonidan bir ovozdan qabul qilinadi.

Korxonalar, investitsion kompaniyalar va fondlar, banklar aksiya emitentlari bo‘lishi mumkin.

Aksiyadorlik jamiyat tomonidan aksiyalarning dastlabki chiqarilishini joylashtirish muddati jamiyat davlat ro‘yxatidan o‘tkazilgan paytdan e‘tiboran bir yilda amalga oshiriladi. Aksiyadorlik jamiyatini birlamchi ustav kapital hajmini oshirishda, ya‘ni qo‘shimcha aksiyalarni chiqarishda aksiyalar emissiya qilinadi.

Birinchi holatda, chiqarilgan aksiyalar, ya‘ni ularning soni va nominal qiymati jamiyat ustavi bilan belgilanadi. Haqiqatda, bu aksiyalar jamiyat ta‘sis qilinayotganda sotilib bo‘lgan bo‘ladi, aksiyalarning nominal qiymati summasi jamiyat ustav kapitali hajmini tashkil etadi. Ikkinchi holatda, ustav kapital nominal qiymat hajmidan qo‘shimcha aksiyalarni joylashtirish orqali oshirilishi qo‘shimcha aksiyalarni chiqarishni tasdiqlash va ro‘yxatga olishdan keyin amalga oshadi.

Nomi yozilgan aksiyalarni chiqarish jamiyat boshqaruviga aksiyadorlik kapital harakatini va aksiyadorlar qo‘lidagi qimmatli qog‘ozlarni nazorat qilish imkonini beradi. Aksiyadorlik jamiyati

oddiy aksiyalar emissiyasi bilan birga imtiyozli aksiyalarni ham chiqarishi mumkin. Imtiyozli aksiyalar miqdori jamiyat ustav kapitali hajmida 20 % miqdoridan oshmagan holda chiqariladi. Aksiyalarning imtiyozli aksiyalar deb nomlanishi imtiyozli aksiya egalari odiy aksiya egalari nisbatan bir qancha imtiyozli huquqlarga ega bo'lishi munosabati bilan ifodalanadi. Har bir aksiya turi uchun imtiyozli huquqlar jamiyat ustavida belgilanadi. Imtiyozli aksiyalarga bunday huquqlar berish taqdimotini imtiyozli aksiya egalari ovoz berish huquqiga ega emasliklari va buning uchun imtiyozli aksiya egalari qandaydir kompensatsiya tariqasida ko'rish mumkin.

Aksiyadorlar – imtiyozli aksiya egalari aksiyadorlik jamiyatining aksiyadorlar umumiy yig'ilishlarida ovoz berish huquqiga ega emas.

Jamiyat imtiyozli aksiyalari o'z egalari bir xil huquqlar hajmini beradi va bir xil nominal qiymatga ega.

Jamiyat ustavida jamiyat tugatilayotganda imtiyozli aksiyalarning har bir turi bo'yicha to'lanadigan dividend hajmi yoki qiymati belgilanishi kerak. Dividend hajmi va likvidatsion qiymat qat'iy pul summada yoki imtiyozli aksiyalarning nominal qiymatiga nisbatan foizlarda belgilanadi. Imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividend hajmi va likvidatsion qiymat jamiyat ustavida boshqa shartlar orqali ham belgilanishi mumkin. Dividend hajmi belgilanmagan aksiya egalari odiy aksiya egalari qatorida dividend olish huquqiga ega. Agar jamiyat ustavida imtiyozli aksiyalarning ikki yoki undan ko'p turini chiqarish nazarda tutilgan bo'lsa, har bir turi bo'yicha dividend to'lovi va muddati ketma ketligi belgilanishi, agar ushbu aksiyalar bo'yicha likvidatsion qiymat belgilansa, har bir imtiyozli aksiyalarga to'lanadigan likvidatsion qiymat to'lanish navbati belgilanishi lozim.

Jamiyat ustavida imtiyozli aksiyalar bo'yicha to'lanmagan yoki to'liq to'lanmagan, miqdori ustavda aniqlangan dividendning jamg'arib borilishi va keyinchalik to'lanishi belgilab qo'yilishi mumkin.

Jamiyat ustavida imtiyozli aksiyalarning odiy aksiyalarga ayirboshlanishi imkoniyati va shartlari belgilanishi mumkin.

Imtiyozli aksiyalarning egalari bo'lgan aksiyadorlar aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi vakolat doirasiga kiradigan masalalar bo'yicha ovoz berish huquqi bilan aksiyadorlarning umumiy yig'ilishida ishtirok etish huquqiga imtiyozli aksiyalar bo'yicha

dividendlar to'lash to'g'risida qaror qabul qilinmagan yoki dividendlarni to'liq to'lamaslik to'g'risida qaror qabul qilingan aksiyadorlarning yillik umumiy yig'ilishidan keyingi yig'ilishdan boshlab ega bo'ladi. Imtiyozli aksiyalarning egalari bo'lgan aksiyadorlarning aksiyadorlar umumiy yig'ilishida ishtirok etish huquqi mazkur aksiyalar bo'yicha dividendlar birinchi marta to'liq miqdorda to'langan paytdan e'tiboran bekor qilinadi.

Agar jamiyat ustavida imtiyozli aksiyalarni oddiy aksiyalarga ayirboshlash mumkinligi nazarda tutilgan bo'lsa, jamiyat ustavi imtiyozli aksiyalar bo'yicha ovoz berish huquqini nazarda tutishi mumkin. Bunda ushbu imtiyozli aksiyaning egasi o'ziga tegishli imtiyozli aksiya ayirboshlanishi mumkin bo'lgan oddiy aksiyalar bo'yicha ovozlar sonidan oshib ketmaydigan miqdordagi ovozlarga ega bo'ladi.

Imtiyozli aksiyalar kumulyativ va nokumulyativ bo'lishi mumkin; konvertlanadigan va konvertlanmaydigan; daromadli (ular yana ishtirok huquqi mavjud aksiyalar deb ham nomlanadi) va muddati uzaytirilgan jamiyat foydasidan yuqori qat'iy belgilangan dividendlar olish huquqini beruvchi; qaytariluvchi va qaytarilmaydigan; suzib yuruvchi kurs bilan belgilangan va boshqalar.

Kumulyativ imtiyozli aksiyalar imtiyozli aksiyalar boshqa turlari orasida keng tarqalgan aksiyalardir. Kumulyativ aksiyalar emissiya qilinayotganida jamiyat ustavida belgilanishi lozim bo'lgan ular bo'yicha to'lanmagan yoki to'liq to'lanmagan dividendlar miqdori jang'arilib boriladi va keyinchalik to'lanadi. Emitent tomonidan ushbu aksiyalar bo'yicha navbatdagi to'lanmagan dividendlarni to'lovni amalga oshirmasligi majburiyatlarni buzganlik deb qaralmaydi.

Kumulyativ imtiyozli aksiya egalari jamiyat umumiy yig'ilishlarida o'z vakolati doirasida barcha masalalarda ovoz berish huquqi bilan kumulyativ aksiyalar bo'yicha to'lanishi ko'zda tutilayotgan va bu masalaga doir qaror qabul qilish rejalashtirilgan kun tartibidagi masalalarni ko'rib chiqish va qabul qilishda ovoz berish huquqiga ega. Aksiyadorlar huquqi – kumulyativ imtiyozli aksiya egalarining aksiyadorlar umumiy yig'ilishlarida qatnashish huquqi– ushbu aksiyalar bo'yicha jang'arilgan dividendlarning to'liq to'lovi amalga oshirilgandan so'ng tugatiladi. Emitent kumulyativ imtiyozli aksiyalarni

chiqarayotganda ushbu aksiyalar bo'yicha dividendlar akkumulyatsiya (jamg'arish) muddatini qat'iy belgilashi shart. Bunday muddatda ushbu aksiya turi bo'yicha dividendlar to'lanmasdan, keyingi to'lov muddatigacha yig'ilib boriladi.

Nokumulyativ imtiyozli aksiyalar bo'yicha to'lanmagan dividendlarni jamg'arib borish mumkin emas. Agar aksiyadorlik jamiyati nokumulyativ imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar to'lashni e'lon qilmagan bo'lsa, aksiyadorlar hech qanday kompensatsiya (aksiya uchun qoplamalar)siz dividendlarni yo'qotadi.

Konvertatsiyalanuvchi imtiyozli aksiyalar imtiyozli aksiyalar aniq bir turini oddiy aksiyalarga almashtirish yoki jamiyat ustavida belgilangan muddatda imtiyozli aksiyalar bir turini ularning egalari talabi bilan boshqa turiga almashtirishni nazarda tutadi. Bunday holatda, jamiyat ustavida konvertlanadigan imtiyozli aksiyalarni chiqarish davlat ro'yxatidan o'tkazish sanasigacha ushbu aksiyalarni almashtirish tartibi, shu jumladan, soni, qaysi aksiya turiga (kategoriyasi) almashtirilishi, almashtirish boshqa shartlari va boshqalar aniq belgilanishi lozim. Chiqarilgan birinchi konvertlanadigan imtiyozli aksiyalar joylashtirib bo'lgandan so'ng jamiyat ustavida tasdiqlangan nizom o'zgartirilishi mumkin emas.

Agar konvertatsiyalanuvchi imtiyozli aksiyalar oddiy aksiyalarga almashtirilsa, jamiyat ustavida ushbu aksiyalar bo'yicha ovoz berish huquqi nazarda ko'rilishi mumkin. Bunday imtiyozli aksiya egasining ovoz berish huquqi, unga tegishli aksiyalarning oddiy aksiyalarga almashtirganda soni miqdorida oddiy aksiyalar ovoz berish huquqi soniga teng bo'ladi.

Konvertatsiyalanuvchi imtiyozli aksiyalarni obligatsiyalar va boshqa qimmatli qog'ozlarga almashtirish mumkin emas, aksiyalar bundan mustasno.

Qaytarib olish huquqi mavjud imtiyozli aksiyalar – bunday aksiyalar emitentga aksiyani egasini oldindan ogohlantirmasdan qayta sotib olish huquqini beradi. Aksiyalarni qayta sotib olish aksiyadorlik jamiyatlari uchun qulay, investorlar uchun esa noqulay. Bunday aksiyalarni sotish maqsadida emitent investorlarni odatda, ushbu aksiyalarga asosiy kapitaldagi premiya miqdoridan yuqori premiya taklif qilish orqali jalb qiladi. Premiya – o'z navbatida, aksiyalarni

qayta sotib olish imkoniyati uchun mukofot sifatida qaraladi. Odatda, qayta sotib olish uchun emitent 30 kun oldin ogohlantiradi.

Qatnashish huquqi mavjud imtiyozli aksiyalar – egasiga daromad olish huquqi (qo‘yilgan kapitalga qat’iy foiz tariqasida belgilangandan yuqori qo‘shimcha dividendlar olish) va jamiyatni boshqarishda qatnashish huquqini (aksiyadorlar umumiy yig‘ilishida ovoz berish) beradi. Aniqrog‘i, bunday imtiyozli aksiyalar oddiy aksiyalar kabi bo‘lib qoladi. Odatda, bunday aksiyalar aksiyadorlik kapitalda tegishli ulushga ega bo‘lgan aniq aksiyadorlar uchun chiqariladi.

Qayta chaqirib olinadigan prefaksiyalar – korporatsiyalar qayta chaqirib olinadigan imtiyozli aksiyalarni emissiya qilganda, ularni nominalga nisbatan ustama bilan qayta chaqirib olish huquqini o‘zida qoldiradi.

Qayta chaqirib olinmaydigan prefaksiyalar ularni muomalaga chiqargan korporatsiya faoliyat yuritayotgan muddatgacha so‘ndirilmaydi. Shu bilan, qayta chaqirib olinmaydigan prefaksiyalar o‘z navbatida shakllangan kapital tarkibini belgilangan bir muddatga muzlatib qo‘yadi.

Qayta chaqirib olinadigan imtiyozli aksiyalarga xos xarakterli belgilari quyidagilar:

– aksiya egasi prefaksiyani qayta sotib olish holatida yuzaga keladigan noqulayliklar uchun o‘zgacha qoplama sifatida bo‘lgan aniq premianing mavjudligi (odatda, katta bo‘lmaydi). Odatda, qayta chaqirib olish to‘g‘risida emitent 30 kun oldin ogohlantiradi (misol uchun, kumulyativ qayta chaqirib olinadigan preferensial aksiyalar ularni chiqargan kompaniya xohishiga ko‘ra ogohlantirgandan keyin 30 kundan oshmagan muddat ichida istagan vaqtda qisman to‘lab boriladi). To‘lanish tartibi to‘lov, ya’ni qoplash sanasida aksiya qiymatiga aniq belgilangan premiya va qoplanmagan barcha preferensial dividendlar summasi qo‘shiladi va to‘lanadi;

– ko‘pgina qayta chaqirib olinadigan aksiyalarni qayta chaqirib olish sharti – qayta sotib olish uchun yoki maxsus jamg‘arilgan fond mavjudligidir. Bunday jamg‘arilgan fond mavjudligi kompaniya aksiyalarni qayta sotib olish uchun bozorda bunday aksiyalarning aniq belgilangan sonini kelishilgan narxda sotib olish yo‘li orqali yillik to‘lovlarni amalga oshirish uchun ta’minot manbai bo‘ladi;

– qayta chaqirib olinadigan preferensial aksiyalar bo‘yicha to‘lovlarni amalga oshirish kafolat ta‘minoti. Bunday ta‘minot retrek-tiv prefaksiyalarni muomalaga chiqarish yo‘li orqali erishiladi.

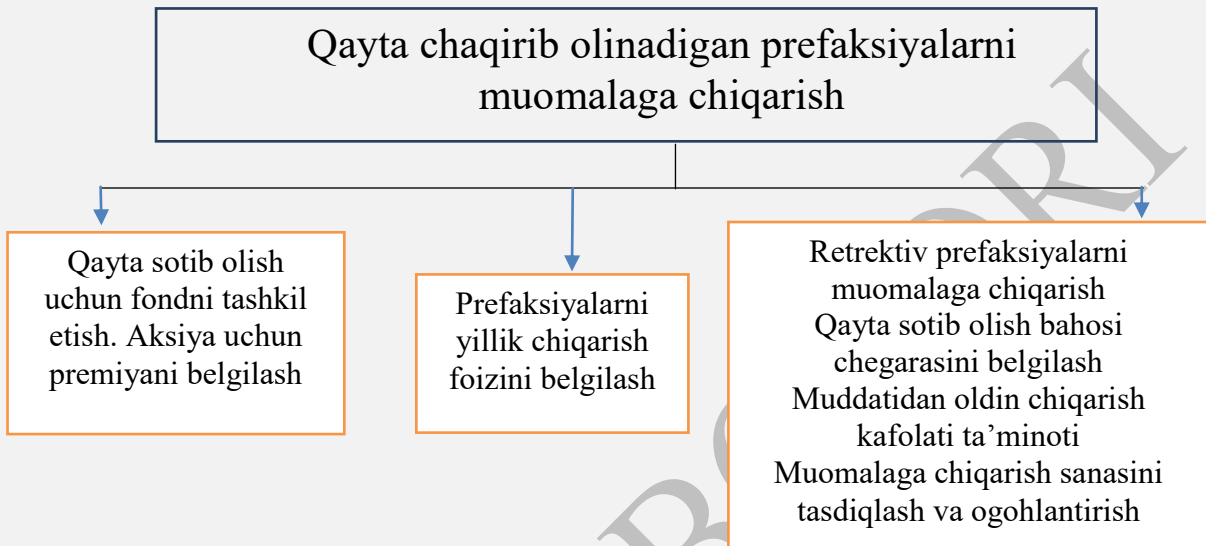
Shunday qilib, aksiyani xarid qilish yo‘li orqali qimmatli qog‘ozni qayta chaqirib olish turli shakllarda amalga oshirilishi mumkin. Birinchi – nominalga nisbatan yuqori bahoda sotib olish (yoki premiya bilan); ikkinchi – qayta sotib olish uchun shakllantirilgan maxsus jam-g‘arilgan fond orqali; uchinchi – retrek-tiv prefaksiyalarni muomalaga chiqarish.

Aksiyalarni qaytarib sotib olish maqsadida maxsus jamg‘arila-digan fond tashkil etilishi mumkin. Qayta sotib olish fondini shakllantirishdan maqsad – bu fond narxlar pasayishi holatida amor-tizator rolini bajaradi, misol uchun, aksiyalar muomalaga chiqaril-ganda tasdiqlangan narxning pasayib ketgan holat. Bunday oldindan shakllangan fond yordamida kompaniya ushbu aksiyalarni to‘liq yoki qisman sotib olish mumkin. Qayta sotib olish fondi mavjud bo‘lgan aksiyalarni sotib olishning ijobiy tomoni shundaki, u aksiyalarni har yili qisman qoplash (qayta sotib olish) yo‘li orqali qimmatli qog‘ozlar bozori muntazam ko‘maklashadi. Imtiyozli aksiyalar ikkilamchi bozorda oldindan kelishilgan bahoda sotib olinadi.

Qayta sotib olish fondi funksiyasiga xos vazifani **jamg‘arilgan fond** bajaradi: har yili kompaniya sof tushumdan belgilangan foiz tariqasida aksiyalarni qayta sotib olish uchun bir qancha yillar mobaynida mablag‘ jamg‘arib boradi. Qayta sotib olish fondi singari jamg‘arilgan fond ham amortizator rolini bajaradi. Ammo, qayta sotib olish fondidan farqli o‘laroq, jamg‘arilgan fond faqatgina narxlar pasayishi natijasida zararni qoplashdan tashqari, aksiyadorlarga aksiyalarni o‘z nominal yoki haqiqiy bahosidan yuqori, dividend to‘-lovlarni ham mujassamlashtirgan narxda sotish uchun rag‘batlantiradi.

Retrek-tiv prefaksiyalar. Retrek-tiv tamoyili yoki qimmatli qog‘ozlarni qaytarib olish – qimmatli qog‘ozlarni qayta sotib olish yo‘li orqali chiqarilgan aksiyalarni sotib olish kafolatini imkoniyati mavjud bo‘lmagan holatda qo‘llaniladi. Retrek-tiv aksiyalar egalari o‘z imtiyozlaridan foydalanib, emitent–kompaniyaga aksiyalarni qayta sotish muddatini o‘zi belgilashi mumkin va shu muddat tugallan-guncha aksiyalarni qoplash uchun qayta taqdim etadi. Bunday qaytarib

olish holati avtomat tarzda amalga oshadi. Aksiyani ushlab turuvchi shaxs aksiyalarni qaytarish muddatini o‘z xohishiga ko‘ra belgilagan bo‘lsada, bu haqda kompaniyani oldindan ogohlantirishi lozim. 4.2-rasmda qayta chaqirib olinadigan prefaksiyalarni muomalaga chiqarish tartibi ko‘rsatilgan.



4.3-rasm. Qayta chaqirib olinadigan prefaksiyalarni muomalaga chiqarish

4.2. Aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholash

O‘zbekiston Respublikasi “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi Qonuniga asosan *aksiyalar* egasining nomi yozilgan emissiyaviy qimmatli qog‘ozlar bo‘lib, ular turiga ko‘ra oddiy va imtiyozli bo‘lishi mumkin.

Imtiyozli aksiyalar o‘z egalariga jamiyat foyda ko‘rish-ko‘rmasligidan qat‘iy nazar muayyan dividendlar olish huquqini beradi. Mamlakatimiz qonunchiligiga ko‘ra aksiyadorlik jamiyatining imtiyozli aksiyalari bo‘yicha dividendlarni qimmatli qog‘ozlar bilan to‘lashga yo‘l qo‘yilmaydi.

Oddiy aksiyalar bo‘yicha dividendlar oldindan belgilab qo‘yilmaydi. Ularning miqdori jamiyat tomonidan olinadigan foydaga bog‘liq va aksiyadorlar umumiy yig‘ilishi qarori bilan belgilanadi.

Aksiyalar obligatsiyalarga qaraganda yuqori riskli qimmatli qog'ozlar hisoblanadi. Dividendlardan va aksiyalar bahosi o'sishi hisobiga shakllanadigan yuqori foyda olish imkoniyati investorlarni jalb qilishga xizmat qiladi. Aksiyalarning yuqori daromadlilik odatda qarz majburiyatlari bilan taqqoslaganda inflyatsiyadan yaxshigina himoyani ta'minlaydi.

Aksiya va obligatsiyalarni baholash texnikasi pul oqimlarini diskontlashning yagona modeliga asoslanishiga qaramasdan, aksiyalar qiymati va daromadlilikini aniqlash quyidagi ikkita holat sabab ancha murakkab hisoblanadi:

- oddiy aksiyalar bo'yicha dividendlar kafolatlanmagan, ya'ni oldindan ma'lum emas;

- aksiyalar qoplash muddatiga ega emas.

Yuqorida ta'kidlanganidek, aksiya egasining daromadi olinadigan dividendlar va aksiya bozor bahosining o'zgarishidan tashkil topadi. Investitsiyalar bitta davrli bo'lgan holatda aksiya qiymati quyidagi formula yordamida aniqlanishi mumkin:

$$V = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r},$$

bu yerda DIV_1 , P_1 – mos ravishda $t = 1$ davrda dividend va aksiya bahosi.

Mos ravishda, investitsiya daromadlilik

$$Y = \frac{DIV_1 + (P_1 - P_0)}{P_0},$$

bu yerda P_0 – $t=0$ davrdagi aksiya bahosi yoki aksiyaning boshlang'ich ma'nosi;

n davrli muddatga investitsiyalar uchun.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}.$$

Aksiyalarning muomala muddati formal jihatdan cheklanmaganligi sababli $n \rightarrow \infty$ sharoitida oxirgi qo'shiluvchi nolga intiladi. Shunda:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}.$$

Olingan ifoda amerikalik olim J.Williams tomonidan ishlab chiqilgan dividendlarni diskontlash modeli (Dividend Discount Model – *DDM*) sifatida ma'lum. Mazkur modelga muvofiq oddiy aksiyalar qiymati joriy vaqtda diskontlangan barcha dividendlar summasiga teng.

Agar ayni vaqtdagi aksiya bozor bahosi ma'lum bo'lsa, uning ichki daromadliligi Y quyidagi tenglama yordamida aniqlanishi mumkin:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} = 0 .$$

Aksiyalar muomala muddatining cheklanmaganligi sababli mazkur moliyaviy instrument bo'yicha investitsiyalar samaradorligini baholash uchun yuqoridagi formulalarni amaliy qo'llash DIV_t miqdorni aniqlashning murakkabligidan kelib chiqqan holda chegaralangan. Chunki investorlar tomonidan hattoki yaqin kelajakdagi dividendlarni aniq bilish mumkin emas.

Shuning uchun ham tahlil o'tkazishda odatda dividendlarning mumkin bo'lgan yoki kutilayotgan o'sish sur'atlari borasidagi taxminlardan kelib chiqiladi.

Eng oddiy taxmin investitsiya butun muddati davomida dividendlar miqdorining o'zgarmay qolishi hisoblanadi, ya'ni:

$$DIV_0 = DIV_1 = \dots = DIV_n = DIV = const.$$

Shunda aksiya qiymatini baholash formulasi quyidagi ko'rinishga keladi:

$$V = DIV \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} \right] .$$

$n \rightarrow \infty$ sababli kvadrat qavs ichidagi miqdor r ga intiladi va baholash modeli soddalashadi:

$$V = \frac{DIV}{r} .$$

Bu ifoda J.Gordonning *nollik o'sish modeli* sifatida ma'lum va bu modeldan qat'iy belgilangan dividend to'lanuvchi imtiyozli aksiyalarni baholash uchun foydalanish mumkin.

Misol ko‘rib chiqamiz.

Yillik 6 birlik dividend to‘lanadigan aksiyaning bozor bahosi 35 birlik. Agar investor uchun daromadlilik me‘yori 20 foiz bo‘lsa, aksiya qiymatini aniqlang.

$$V = \frac{6}{0,2} = 30 \text{ birlik} .$$

Bundan ko‘rinib turibdiki, aksiya ortiqcha baholangan va boshqa shart-sharoitlar teng bo‘lganda uni sotib olishni rad etish kerak.

Nollik o‘shish modelida aksiya daromadliliqi quyidagi formula bo‘yicha aniqlanadi:

$$Y = \frac{DIV}{P} .$$

Yuqorida keltirilgan misol bo‘yicha aksiya daromadliliqi $6/35=0,1714$ ga teng va ko‘rinib turibdiki talab qilinadigan daromadlilik me‘yori 20 foizdan past. Bunday sharoitda operatsiyaning samarasizligi haqidagi xulosa tasdiqlanadi.

Aksiyalarni baholash bo‘yicha oddiy va keng tarqalgan yondashuvlardan yana biri doimiy o‘shish modeli hisoblanadi. Mazkur model asosida aksiyalar bo‘yicha dividend to‘lovlari proporsional tarzda qandaydir g miqdor (ya‘ni bir xil o‘shish sur‘ati)ga o‘shishi to‘g‘risidagi taxmin (faraz) yotadi. Shunda $DIV_t = DIV_{t-1} (1+g)$ yoki $DIV_t = DIV_0 (1+g)^t$.

Bunday holatda aksiya qiymati quyidagicha aniqlanadi:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_0(1+g)^t}{(1+r)^t} = DIV_0 \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r)^t} \right] .$$

Ko‘rish mumkinki, $n \rightarrow \infty$ sababli kvadrat qavs ichidagi ifoda $r > g$ bo‘lganda $(1+g)/(r-g)$ miqdorga intiladi:

Shunda doimiy o‘shish modeli quyidagi ko‘rinishga keladi:

$$V = DIV_0 \left[\frac{1+g}{r-g} \right] = \frac{DIV_1}{r-g} .$$

Misol ko‘rib chiqamiz.

Yuqoridagi misol bo‘yicha dividendlarning doimiy o‘shishi yillik 5 foiz bo‘lishi kutilyapti. Boshqa shartlar o‘zgarmaganda aksiya qiymatini aniqlang.

$$V = 6 \times \left[\frac{1 + 0,05}{0,2 - 0,05} \right] = 42 \text{ birlik} .$$

Eslatib o'tish kerakki, nollik o'sish modeli doimiy o'sish modelining $g=0$ bo'lgandagi alohida holati hisoblanadi.

Doimiy o'sish modelida investitsiya daromadlilikgi quyidagi formula orqali aniqlanadi:

$$Y = \frac{DIV_0(1 + g)}{P} + g = \frac{DIV_1}{P} + g .$$

Agar oldingi misolda aksiyaning bozor bahosi 35 birlik bo'lsa, boshqa shartlar o'zgarmagan holatda uning daromadlilikgi quyidagicha bo'ladi:

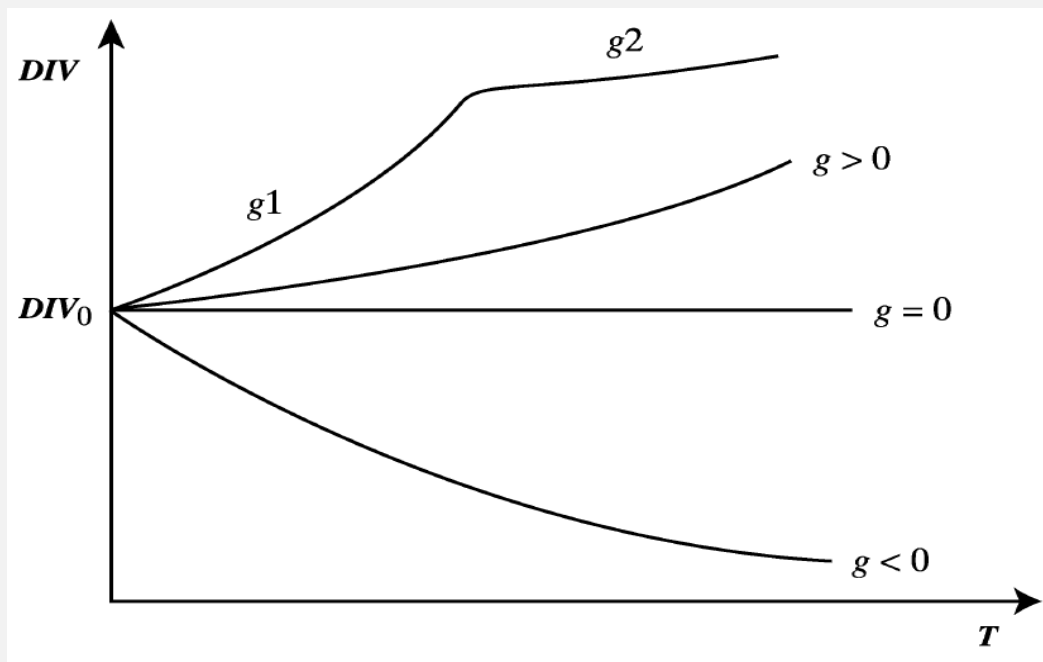
$$Y = \frac{6 \times (1 + 0,05)}{35} + 0,05 = 0,23 \text{ yoki } 23 \text{ foiz} .$$

Gordon modeli aksiyalarni baholashda oddiy yondashuv bo'lsa ham, uning qo'llanilishi bo'yicha qator cheklovlar mavjud. Bunda birinchi cheklov uzoq muddat davomida (mohiyatiga ko'ra muddatsiz ravishda) dividendlarning bir xil sur'atda o'sishi haqidagi faraz bilan bog'liq. Korxonaning ko'rsatkichlari, xususan foyda miqdorining bir xil sur'atda o'sishi aniq emas va amaliyotda ko'pchilik korxonalarda bunday farazlar o'z isbotini topmaydi. Ikkinchi cheklov barqaror o'sish sur'atini belgilashda kuzatiladi. Umumiy holda barqaror o'sish sur'atlarini belgilashda o'rtacha tarmoq ko'rsatkichi bilan muvofiq- lashtirish yoki farqli jihatlarni asoslash talab etiladi.

Umuman Gordon modelini barqaror moliyaviy siyosatga va tarmoq bo'yicha o'rtacha o'sish sur'atlariga yaqin o'sishga erishayotgan aksiyadorlik jamiyatlariga nisbatan qo'llash maqsadga muvofiq.

Dividendlarni diskontlashning eng umumiy va realikka yaqin modellaridan biri *o'zgaruvchan o'sish modeli* hisoblanadi.

Bunday modelni amalga oshirishning mumkin bo'lgan yondashuv- larini quyidagi rasmda keltiramiz (17-rasm)



17-rasm. O'zgaruvchan o'sish modeli

Yuqoridagi rasmda ko'rib turganimizdek, o'zgaruvchan o'sish modelini qo'llash investorga korxonaning rivojlanishining mos davri uchun mumkin bo'lgan o'sish sur'atlarini yoki uning qonuniy asoslangan o'zgarishlarini aniqlash imkonini beradi. Korporativ moliyani boshqarish nazariyasi va amaliyotida o'zgaruvchan o'sish modelining xususiy holatlari sifatida ikki yoki uch davrli model keng qo'llaniladi.

Ikki davrli o'sish modelida qandaydir T davrgacha dividendlarning o'zgarishi aniq bir obyektiv qonuniyatlar bilan bog'lanmagan. Lekin T davr boshlangandan so'ng ular g doimiy koeffitsient bilan o'sadi.

Shunda investor $DIV_1, DIV_2, \dots, DIV_T$ dividendlar belgilanishi, shuningdek, T davrning ham prognozini amalga oshirishi lozim. Bu holatda aksiyalar bo'yicha to'lovlar oqimi ikki qismga: T davrgacha va T davrdan keyingi dividendlarga ajratiladi. Mos ravishda aksiya qiymati V ikkala to'lovlar oqimlari qiymati yig'indisiga teng bo'ladi: $V = V_t + V_{t+1}$.

Mazkur holatda V_t miqdori T davrdan oldin dividend to'lovlarining berilgan r stavkasi bo'yicha diskontlangan summasini o'zida aks ettiradi. T davrdan keyingi to'lovlar oqimi doimiy koeffitsient bilan o'zgartirilishi nazarda tutiladi. Uning qiymati V_{t+1} doimiy o'sish modeli bo'yicha aniqlanishi mumkin.

Shunda aksiya qiymati V quyidagi formula yordamida aniqlanishi mumkin:

$$V = V_T + V_{T+1} = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{DIV_{T+1}}{(r-g)(1+r)^T}.$$

O'zgaruvchan o'sish modeli bo'yicha investitsiya ichki daromadlilikini hisoblash ma'lum bir murakkablikni o'zida aks ettiradi va quyidagi tenglik asosida aniqlanadi:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} + \frac{DIV_{T+1}}{(Y-g)(1+Y)^T}.$$

Zamonaviy kompyuterlar va tegishli amaliy dasturlar paketlari mazkur ko'rsatkichni tezda va samarali aniqlashga imkon beradi.

Misol ko'rib chiqamiz.

Faraz qilaylik, A kompaniya aksiyalari bo'yicha keyingi ikki davr mobaynida dividend to'lovlarining 25 foizlik o'sishi kutilmoqda. Undan so'ng dividend to'lovlari yillik o'sish 5 foiz darajasida barqarorlashadi. Talab qilinadigan daromadlilik stavkasi 12 foiz. A kompaniya aksiyasi qiymatini aniqlang.

$$V = V_T + V_{T+1} = \left(\frac{2 \times (1+0,25)}{(1+0,12)} + \frac{2 \times (1+0,25)^2}{(1+0,12)^2} \right) + \frac{2 \times (1+0,25)^2 \times (1+0,05)}{(0,12-0,05)(1+0,12)^2} = 42,08 \text{ birlik}$$

Gordon modeli kabi ikki bosqichli model ham qator kamchiliklarga ega. Ulardan eng asosiylari sifatida quyidagilarni keltirish lozim:

- alohida o'sish davri davomiyligini aniqlashning zarurligi;
- yuqori o'sish bosqichida reinvestitsiya qilinadigan yoki jamg'ariladigan pul tushumlarini va to'lanadigan past darajadagi dividendlarni korxonalarining yetarlicha baholay olmasligi;
- juda past va barqaror dividendlarga o'tish jarayonining juda tez sodir bo'lishi.

Umuman bunday modellar tez rivojlanuvchi korxonalar, ya'ni mazkur bosqichda bozorning boshqa ishtirokchilari bilan taqqoslaganda qandaydir raqobat ustunligiga (masalan, nou-xau, alohida huquq, litsenziyalar, patentlar) ega korxonalarni baholash uchun ko'proq mos keladi.

Uch bosqichli model deb ataladigan aksiyalar qiymatini va daromadlilikini baholash moduli eng umumiy model hisoblanadi. Barcha korxonalar hayotiy sikli tushunchasiga hamohang tarzda mazkur model ham taraqqiyotning uchta bosqichi: o'sish bosqichi, o'tish bosqichi va rivojlanishning eng yuqori bosqichi tarzida amal qiladi. Har bir bosqich daromadlar va dividendlarning mos o'sish sur'atlari bilan tavsiflanadi. Umumiy holda birinchi bosqichda korxonaning muvaffaqiyatli rivojlanishi jarayonida dividend to'lovlarining o'sishi g_1 o'rtacha tarmoq darajasigacha o'sishi yoki bir muncha pastroq bo'lishi mumkin. Undan keyin qandaydir o'tish davri mobaynida korxonaning rivojlanishining barqarorlashuvi kuzatiladi va bu davrda dividendlarning nisbatan barqarorligi yoki g_2 koeffitsientda o'zgarishi kuzatiladi. Oxirgi bosqich boshlangandan so'ng ma'lum darajada barqarorlashadi yoki yuqori bo'lmagan g_3 koeffitsientda o'sib boradi. Shunday qilib korxonaning rivojlanish bosqichlariga mos ravishda dividend to'lovlarining g_1, g_2, g_3 koeffitsientlardagi o'sish sur'atlarini, shuningdek, har bir bosqich davomiyligi prognozini amalga oshirish lozim. Korxonaning rivojlanishining real jarayonlari bilan bir xil bo'lgan bunday modelning bir xil prognozlarini yuqori aniqlikda hisob-kitob qilish amaliyotda bir muncha murakkablik kasb etadi.

DDM modelining ko'rib chiqilgan turlari kutilayotgan dividendlar va ularning o'sish sur'atini prognozlashga asoslanadi. Lekin bu model ham nazariy jihatdan asoslanganligiga qaramasdan qator kamchiliklarga ega. Masalan, bu modellar umuman dividend to'lamaydigan, nomuntazam dividend to'lovlarini amalga oshiradigan, arziyasiz summada dividendlar to'laydigan korxonalar aksiyalarini baholash uchun to'g'ri kelmaydi.

Pul oqimlarini diskontlashga asoslangan modellar xorijiy tajribada keng qo'llaniladigan modellardan biri hisoblanadi. Bu model shakllanishiga nisbatan ikkita asosiy yondashuv amal qiladi.

Birinchisi korxonaning aktivlaridan bo'sh pul oqimlari $FCFF_t$ ni prognozlashga va keyin esa korxonaning bozor qiymati V ni baholashga asoslanadi. Korxonaning qiymatini baholash umumiy formulasi quyidagi ko'rinishga ega:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t},$$

bu yerda r – korxonaning kapitalining o'rtacha qiymati ($r = WACC$).

Undan keyin xususiy kapital qiymati – $MV(E)$ ni baholash uchun V miqdordan korxonaning sof qarzi bozor qiymati ayriladi. Oxirgi bosqichda olingan natija chiqarilgan aksiyalar soniga bo‘linadi va natijada bitta aksiyaning haqiqiy qiymati aniqlanadi.

Boshqa yondashuvda $FCFF_t$ pul oqimlari diskontlanadi. Bunda diskontlash stavkasi sifatida korxonaga xususiy kapitali bo‘yicha talab qilinadigan daromadlilik ko‘rsatkichidan foydalaniladi. Natijada xususiy kapital qiymatini aniqlash uchun quyidagi formuladan foydalaniladi:

$$V_E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + r_E)^t},$$

bu yerda r_E – xususiy kapital bo‘yicha talab qilinadigan daromadlilik.

Bitta aksiyaning haqiqiy qiymati V_E miqdorni muomaladagi aksiyalar soniga bo‘lish orqali aniqlanadi.

Aksiyalarni baholashda keng qo‘llaniladigan yondashuvlardan yana biri turli xil moliyaviy koeffitsientlardan foydalanish hisoblanadi.

Aksiyalarni baholashda ko‘pchilikka ma‘lum va keng qo‘llaniladigan koeffitsient aksiya bahosining foydaga nisbati koeffitsienti hisoblanadi (*Price/Earnings* – P/E). Bu ko‘rsatkich aksiya bozor bahosi P ning bitta aksiyaga to‘g‘ri keladigan sof foyda ko‘rsatkichi EPS ga nisbati sifatida aniqlanadi.

Mazkur baholash modelining mohiyati quyidagicha ifodalanadi. Dastlab kelgusi davrda korxonaning bitta aksiyasiga to‘g‘ri keladigan daromad baholanadi, ya‘ni EPS ko‘rsatkichi aniqlanadi. Undan so‘ng olingan ko‘rsatkich aynan bir xil korxonalar uchun hisoblangan yoki mazkur tarmoq uchun o‘rtacha P/E (P/EPS) koeffitsientga ko‘paytiriladi. Shunday qilib, $V_t = EPS_t \times P/E$.

Amaliyotda mazkur koeffitsientlardan hisob-kitoblar uchun joriy belgilashlarda tez-tez foydalaniladi.

Misol ko‘rib chiqamiz.

Agar oxirgi yilda bitta aksiyaga to‘g‘ri keladigan foyda 30 birlikni tashkil etgan va kelajakda ham shuncha bo‘lishi kutilayotgan bo‘lsa, shuningdek, mazkur tarmoq bo‘yicha P/E o‘rtacha 150 birlikni teng bo‘lsa “M” korxonaga aksiya qiymatini aniqlang.

$$V = 30 \times 150 = 4500 \text{ birlik.}$$

P/E koeffitsient aslida yakuniy natija – sof foyda bo‘yicha korxonani baholaydi. Boshqacha aytganda bu ko‘rsatkich bozor aniq bir korxonaning bir birlik foydasiga qancha to‘lashga tayyorligini ko‘rsatib beradi.

Uning belgilanishi butun sof foyda dividend to‘lashga yo‘naltiriladigan sharoitda aksiya bo‘yicha investitsiyalar qoplanish muddati sifatida ham talqin qilinishi mumkin.

P/E koeffitsientining yuqori belgilanishi aksiyaning jalb qiluvchanligini o‘zida aks ettiradi. Natijada investorlar uning istiqbolli tarzda yanada o‘shishi, daromadlarining ishonchli va barqarorligi, risklilik darajasining unchalik yuqori emasligini anglashlari mumkin bo‘ladi.

P/E moliyaviy koeffitsientni hisob-kitob qilishda korxonada faoliyatining qator muhim moliyaviy ko‘rsatkichlari, shuningdek, ularga ta‘sir etuvchi omillar, masalan kelgusi pul oqimlari, aktivlar va boshqalarning e‘tiborga olinmasligini mazkur modelning kamchiligi sifatida ko‘rsatishimiz mumkin. Bundan tashqari sof foyda moliyaviy hisobotlarning boshqa ko‘rsatkichlari bilan taqqoslaganda o‘zgarishlarga yuqori darajada moyil hisoblanadi va unga boshqaruvchilarning bevosita ta‘siri ham kuzatiladi. Koeffitsientning yuqori belgilanishi foyda miqdorining keskin past bo‘lishi natijasida ham kelib chiqishi mumkin. Shuningdek, bu ko‘rsatkichni zarar ko‘rib ishlovchi korxonalar uchun aniqlash imkoniyati mavjud emas.

EPS ko‘rsatkichi bitta aksiyaga to‘g‘ri keladigan dividend (*Dividends Per Share – DPS*) va dividend to‘lovlari (*payout ratio – PR*)ning o‘zaro nisbati sifatida ham aks ettirilishi mumkin:

$$EPD_t = \frac{DPS_t}{PR_t} .$$

O‘z navbatida, dividend to‘lovlari koeffitsientini korxonani reinvestitsiyalashga yo‘naltiriladigan foydaning ulushi (*recovery rating – RR*)dan kelib chiqqan holda ham aniqlash mumkin:

$$DPS_t = EPS_t \times (1 - RR_t) .$$

Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda ta‘kidlash mumkinki, EPS va P/E koeffitsientlari kelgusidagi dividend to‘lovlarini 100 foizgacha aniq hisoblash imkoniyatini bermaydi.

Aksiyalar qiymatini baholashda yana bir koeffitsient “Baho/tushum” (*Prise to Sales*) koeffitsienti hisoblanadi. Bu koeffitsientdan foydalanish yordamida baholash metodikasi P/E yondashuvidan

foydalanishga o'xshash, faqat bitta aksiyaga to'g'ri keladigan foyda o'rniga korxonalar tushumining joriy miqdoridan foydalaniladi:

$$V_t = \frac{P}{S} \times SAL_t,$$

bu yerda $SAL_t - t$ davrda korxonaning tovar sotishdan tushumi.

Aksiyalarni baholash uchun P/S koeffitsientidan foydalanish aksariyat korxonalar uchun foyda ko'rsatkichi emas, balki mahsulot sotish hajmining o'sishini ta'minlash maqsadiga asoslanadi. Bunday maqsadning qo'yilishiga sabab mahsulot sotishdan tushum ko'rsatkichining tovar va xizmatlar bozorida korxonaning egallab turgan o'rnini belgilashda muhim ahamiyatga egaligi bilan izohlanadi. Korxonaning bunday tartibda jadallik bilan o'sishi boshqa barcha shart-sharoitlar teng bo'lganda daromad olinishi va musbat pul oqimlariga erishish imkoniyatini yuzaga keltiradi.

Mazkur metodning afzalligi sifatida yangi, shuningdek, zarar bilan ishlovchi va manfiy pul oqimlariga ega korxonalar aksiyalarini baholash imkoniyatini berishi bilan izohlash mumkin. Aniq-ravshanki bunday holatda *DDM* modeli yoki P/E ko'rsatkichidan foydalanish murakkablik tug'diradi va hech qanday mazmunga ega emas. Bundan tashqari tushum ko'rsatkichining o'zgaruvchanligi odatda, foydaga nisbatan ancha past. Shuningdek, bu ko'rsatkich moliyaviy hisobotlarda ishonchli hisoblanadi va unga korxonalar moliyaviy siyosatining jiddiy ta'siri kuzatilmaydi.

Lekin P/S koeffitsientidan foydalanish orqali aksiyalarni baholash metodi konseptual kamchilikka ega bo'lib, bu koeffitsient nisbiy baholash metodi hisoblanadi va aksiyaning haqiqiy qiymatini belgilab bermaydi. Chunki bu metodda aksiya qiymati boshqa o'zaro tenglashtirilgan korxonalar guruhiga nisbatan belgilanadi.

Bundan tashqari mahsulot sotishdan tushum korxonalar faoliyatining yakuniy natijasiga ta'sir etuvchi omillardan faqat bittasi hisoblanadi va korxonalar bir xil tushum ko'rsatkichi bilan turli xil rentabellikka, samaradorlikka erishishlari mumkin. Aynan shu bog'liqlikdan kelib chiqqan holda P/S koeffitsienti mahsulot sotish rentabelligi yoki foyda marjasi masalan, soliqlar va foizlar to'langunga qadar foyda, sof foyda ko'rsatkichlari bilan birgalikda foydalanish samaraliroq hisoblanadi.

Xalqaro amaliyotda keng doirada qo'llaniladigan yana bir koeffitsient korxonalar qiymati (*Enterprise Value – EV*)ning soliqlar,

foizlar va amortizatsiya chegirilgunga qadar foyda (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – *EBITDA*)ga nisbati ko‘rsatkichi hisoblanadi. $EV/EBITDA$ eng past ko‘rsatkichli aksiyalar sotib olish uchun nomzod aksiyalar hisoblanadi.

Mazkur ko‘rsatkichning afzalliklari sifatida quyidagilarni ko‘rsatish mumkin:

- zarar bilan ishlayotgan korxonalarini aniqlashga xizmat qilishi mumkin;

- qarz mablag‘lari hisobiga qo‘shib olishni baholashda foydalanish uchun qulay;

- qarz mablag‘lari hisobiga moliyalashtirish, amortizatsiya siyosati, soliq siyosati va boshqalar turli xil darajada bo‘lgan korxonalarini o‘zaro taqqoslash imkonini beradi.

Amaliyotda mazkur ko‘rsatkichni hisoblashning turli xil yondashuvlari amal qiladi. Ulardan eng keng qo‘llaniladigani quyidagi formula bo‘yicha amalga oshiriladi:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{MV(E) + MV(D) - C}{EBITDA}$$

bu yerda $MV(E)$, $MV(D)$ – mos ravishda korxonaga xususiy kapitali va qarz kapitalining bozor qiymati;

C – balansdagi pul mablag‘lari va ularning ekvivalentlari.

Yuqorida keltirilgan formulaga muvofiq korxonaga qiymati uning xususiy kapitali va qarz kapitali yig‘indisidan pul mablag‘larini ayirish orqali aniqlanadi. Bunday yondashuv aksiyalar bozor qiymatini hisobga olgan holda korxonaga qiymatining tarkibiy elementlari nisbatan to‘liq kartinasini ko‘rish imkonini beradi. Shubhasiz butun korxonani naqd pulga sotib olishda investor uning barcha majburiyatlarni o‘ziga olishga yoki birdaniga to‘lashga majbur bo‘ladi. Korxonaga qiymatini aniqlashda pul mablag‘lari va ularning ekvivalentlarini chegirishdan maqsad korxonani xarid qilishda balansdagi pul mablag‘i o‘zgarmas qolishi bilan izohlanadi.

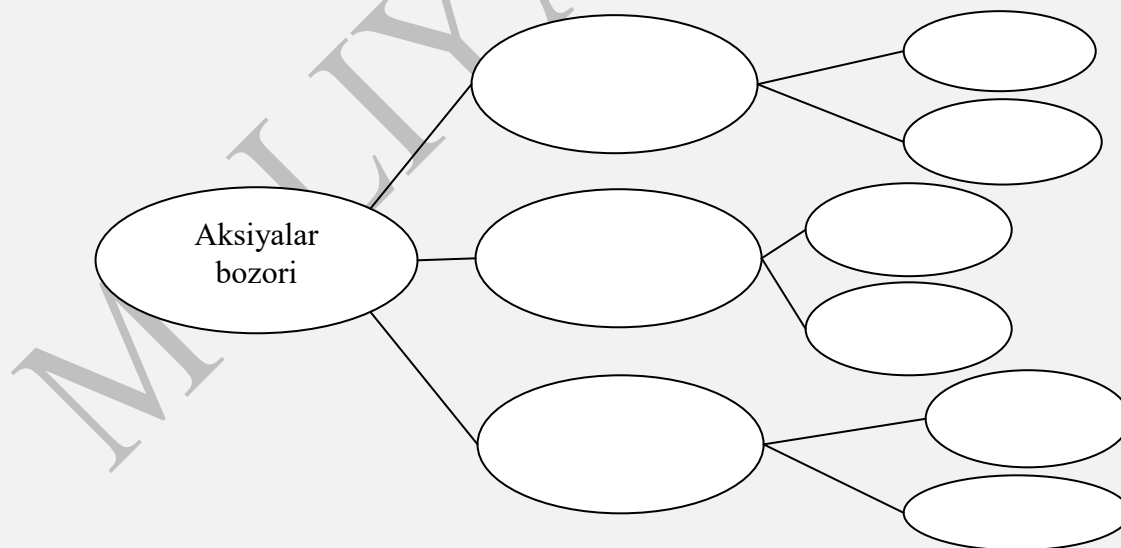
Umuman yuqorida keltirib o‘tilgan aksiyalarni baholash modellarining barchasi ham o‘ziga xos afzalliklar va kamchiliklarga ega. Shunday ekan investitsion faoliyatni amalga oshirish uchun korxonalar aksiyalarini baholashda ko‘rib chiqilgan modellar va koeffitsientlarning bir nechtasidan foydalanish va o‘rtachasini olish maqsadga muvofiq, deb o‘ylaymiz.

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing

1. Aksiyalarning iqtisodiy mohiyatini izohlang.
2. Aksiyalarning turlari va ularning o'zaro farqli jihatlari.
3. Imtiyozli aksiyalarni muomalaga chiqarish tartibi.
4. Oddiy aksiyalarni muomalaga chiqarish tartibi.
5. Oddiy va imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividend hisoblash va to'lash tartibi.
6. Korporativ obligatsiyalar va aksiyalar muomalasidagi va umumiy hamda farqli jihatlari.
7. Imtiyozli aksiyalar qiymatini va daromadlilikini baholash.
8. Oddiy aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholash.
9. Dividendlar o'zgaruvchan holatda aksiyalar daromadlilikini prognozlash.
10. Aksiyalar asosida biznes qiymatini aniqlash.

2. Aksiyalar va aksiyalar bozorining iqtisodiy mohiyatini va xususiyatlarini o'zida aks ettiruvchi klaster shakllantiring.



3. Aksiyalar va obligatsiyalar alohida xususiyatlari bo‘yicha T-sxemani to‘ldiring.

Aksiyalar	Korporativ obligatsiyalar
1	1
2	2
3	3
...	...

4. Oddiy va imtiyozli aksiyalar qo‘llanilishi bo‘yicha umumiy va alohida xususiyatlaridan kelib chiqqan holda quyidagi jadvalni to‘ldiring.

Oddiy aksiyalar	Umumiy xususiyatlar	Imtiyozli aksiyalar
1	1	1
2	2	2
3	3	3
...

TESTLAR

1. O‘z egasining aksiyadorlik jamiyati foydasining bir qismini dividendlar tarzida olishga, aksiyadorlik jamiyatini boshqarishda ishtirok etishga va u tugatilganidan keyin qoladigan mol-mulkning bir qismiga bo‘lgan huquqini tasdiqlovchi, amal qilish muddati belgilanmagan, egasining nomi yozilgan emissiyaviy qimmatli qog‘oz turi qanday nomlanadi?

- a) aksiya;
- b) obligatsiya;
- d) veksel;
- e) depozit sertifikatlari.

2. Imtiyozli aksiyalarning ko‘rinishlari noto‘g‘ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) oddiy aksiyalar;
- b) konvertlanmaydigan aksiyalar;
- d) nokumulyativ aksiyalar;
- e) kumulyativ aksiyalar.

3. O‘z egasiga aksiyadorlarning umumiy yig‘ilishida o‘z ovozi bilan ishtirok etish huquqi, dividendlar olish va aksiyadorlik jamiyati tugatilganda mulkning bir qismiga ega bo‘lish huquqini beruvchi qimmatli qog‘oz turini aniqlang.

- a) oddiy aksiyalar;
- b) kuponli obligatsiyalar;
- d) imtiyozli aksiyalar;
- e) oltin aksiya;

4) Aksiyadorlik jamiyat tomonidan aksiyalarning dastlabki chiqarilishini joylashtirish muddati jamiyat davlat ro‘yxatidan o‘tkazilgan paytdan e‘tiboran qancha muddatda amalga oshiriladi?

- a) bir yilda;
- b) olti oyda;
- d) uch oyda;
- e) to‘qqiz oyda.

5. Imtiyozli aksiyalar miqdori jamiyat ustav kapitali hajmida necha foizdan oshmasligi lozim?

- a) 20% miqdordan;
- b) 30% miqdordan;
- d) 10% miqdordan;
- e) 25% miqdordan.

6. Oddiy aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholashning murakkabligini qanday izohlash mumkin?

- a) oddiy aksiyalar bo‘yicha daromadning kafolatlanmaganligi va amal qilish muddatining mavjud emasligi;
- b) qat‘iy summada daromadning belgilanmaganligi va amal qilish muddatining uzoqligi;
- d) oddiy aksiyalarning doimiy ravishda qo‘ldan-qo‘lga o‘tib turishi va joriy kursni aniqlashning murakkabligi;
- e) dividendlarning o‘zgarmasligi va qayta investitsiya qilinishi.

7. Nollik o‘shish modelida aksiya daromadlilikini qanday aniqlanadi?

- a) dividend miqdorini aksiya bozor bahosiga bo‘lish orqali;

- b) divided summasini aksiya nominal bahosiga bo'lish orqali;
- d) aksiya bozor bahosi va nominal bahosi o'rtasidagi farqni nominalga bo'lish orqali;
- e) dividend summasini aksiya bozor bahosi va nominal bahosi o'rtasidagi farqga ko'paytirish orqali.

8. Aksiya daromadlilikini aniqlashning doimiy o'sish modeli mohiyati to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

- a) dividendlar har yili bir xil foizda o'sib boradi;
- b) korxonada foydasi doimiy ravishda o'sib boradi;
- d) aksiya kursi doimiy ravishda o'sib boradi;
- e) aksiyaga bo'lgan talab doimiy ravishda o'sib boradi.

9. Agar ayni vaqtdagi aksiya bozor bahosi ma'lum bo'lsa, uning ichki daromadlilikini qanday tenglama yordamida aniqlanishi mumkin?

- a) $P = \sum_{t=0;1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+Y)} = 0;$
- b) $P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} + \frac{DIV_T}{(Y-g)(1+Y)^T} = 0;$
- d) $P = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_{T+1}}{(Y-g)(1+Y)^T} = 0;$
- e) $P = \sum_{t=0;1}^{\infty} \frac{DIV}{Y} = 0.$

10. O'zgaruvchan o'sish modeli bo'yicha investitsiya ichki daromadlilikini hisoblash formulasi to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) $P = \sum_{t=1}^T + \frac{DIV_T}{(1+Y)^T} + \frac{DIV_{T+1}}{(1+Y)(1+Y)^T};$
- b) $P = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_{T+1}}{(1+Y)(1+Y)^T};$
- d) $P = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+Y)^t};$
- e) $P = \sum_{t=1}^T + \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} + \frac{DIV_{T+1}}{(1+Y)^T}.$

V BOB. HOSILAVIY QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORI

5.1. Hosilaviy qimmatli qog‘ozlarning iqtisodiy mohiyati va ularning o‘ziga xos xususiyatlari

Bozor iqtisodiyoti turli bozorlarning jamlanmasi sifatida namoyon bo‘lar ekan, unda moliya bozorining o‘rnini alohida ajratib ko‘rsatishimiz mumkin, modomiki aynan ushbu bozor izchillik bilan bir tomondan ikkinchi tomonga, iqtisodiyotning kam rentabelli tarmoqlaridan daromadli sohalariga kapitallarning oqimiga imkon yaratib beradi. Buning natijasida esa moliya bozori iqtisodiyotning tarmoqlari o‘rtasida kapitalni qayta taqsimlanishini ta‘minlab, tarmoqlarning daromadlilik darajalarini o‘zaro tenglashtirishga yordam beradi.

Bo‘sh turgan mablag‘larni investitsiyalarga aylanishi moliya bozorida amalga oshirilgan ekan, so‘nggi paytda uning tarkibida hosilaviy qimmatli qog‘ozlar segmenti tobora asosiy o‘rinni egallab borayotganligini ko‘rishimiz mumkin. O‘zbekiston Respublikasi “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risi”dagi Qonunida hosilaviy qimmatli qog‘ozlarga quyidagicha ta‘rif berilgan: **“Qimmatli qog‘ozlarning hosilalari** – o‘z egalarining boshqa qimmatli qog‘ozlarga nisbatan huquqlarini yoki majburiyatlarini tasdiqlovchi va yuridik shaxslar tomonidan opsionlar, qimmatli qog‘ozlarga doir fyucherslar, depozitar tilxatlar va boshqa moliyaviy vositalar tarzida chiqariladigan qimmatli qog‘ozlar”⁸dir. Ushbu bobda biz hosilaviy qimmatli qog‘ozlar, ularning o‘ziga xos xususiyatlari, qo‘llanilishi haqida fikr yuritamiz.

Shartnoma shartlarini bajarish muddatlari nuqtai nazaridan bozorlar **spot bozori** va **muddatli bozorga** ajratilgan ekan, bunda **spot bozori** naqd shartnomalar bozori hisoblanadi. Spot bozorida bir vaqtning o‘zida qimmatli qog‘ozlar keltiriladi va ular bo‘yicha to‘lovlar amalga oshiriladi. Turli davlatlarning qonunlarida kontragent-

⁸ O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi qonuni. 3-modda.

larning bitimlarni imzolagandan so'ng o'zaro to'lovlarni necha kunlarda amalga oshirishlari belgilab qo'yilgan. Spot bozorida shakllanuvchi narxlar **spot narxlar** deyiladi.

Muddatli bozor esa shunday bozorki, unda muddatli shartnomalar amalga oshiriladi. Odatda hosilaviy qimmatli qog'ozlarni muddatli shartnomalar deb ham yuritiladi, negaki ular o'z mazmuniga ko'ra kontragentlar tomonidan kelishilgan shartlarda shartnoma predmetini kelajakda yetkazib berishni nazarda tutadi. Shartnomaning asosini turli xildagi aktivlar, ya'ni qimmatli qog'ozlar, fond indekslari, bank depozitlari, valyuta, tovarlar tashkil etadi. Muddatli shartnomaning asosini tashkil etuvchi aktiv *bazis aktiv* deyiladi.

Boshqacha qilib aytganda, hosilaviy qimmatli qog'ozlar – bu ikki yoki ko'p tomonlama shartnomalar bo'lib, ularning qiymati ushbu bitimlarning asosini tashkil etuvchi ma'lum bir aktiv miqdorining xosilasi asosida hisoblanadi. Bunday miqdor bo'lib, xomashyoning yoki qishloq xo'jaligi mahsulotlarining narxi, aksiya va obligatsiyalar kursi, valyuta kursi, fond indekslari, foiz stavkalari va boshqalar hisoblanishi mumkin.

Muddatli bozor ikkita muhim funksiyalarni, tadbirkorlarning kelgusidagi rejalarini boshqalarniki bilan muvofiqlashtirish va iqtisodiy holat noaniqligida narx bo'yicha risklarni sug'urtalash funksiyalarini bajaradi. Modomiki, hosilaviy qimmatli qog'ozlar moliyaviy risklarni kamaytirishda samarali usul hisoblanadi, ular moliyaviy institutlarga shartnomalar orqali risklarni xedjirlash imkonini beradi, buning natijasida esa risklar kamayadi yoki yo'qoladi.⁹

Muddatli bozorda savdo qilinadigan instrumentlarning shakliga ko'ra ularni quyidagi ko'rinishlarini ajratib ko'rsatishimiz mumkin:

- forvard shartnomalari;
- fyuchers shartnomalari;
- opsion shartnomalari;
- svoplar.

Forvard shartnomalari bu ikki tomonning kelishuvi bo'lib, unga ko'ra bir tomon sotish majburiyatini olsa, ikkinchi tomon esa kelajakda amalga oshirishga kelishilgan ma'lum bir muddatda va

⁹ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. P. 590*

oʻrnatilgan narxda bazis aktivlarni olish imkoniyatiga ega boʻladi. Forward shartnomalari birjadan tashqari amalga oshiriladi va uni tuzish vaqtida kontragentlar biron bir xarajat qilishga majbur emas.

Fyuchers shartnomalari forward shartnomalariga oʻxshash keli-shuvdir. Fyucherslarning oʻziga xos xususiyati shundan iboratki, bu instrument standartlashtirilgan boʻlib, u faqatgina birja savdolarining obyekt sifatida nomoyon boʻladi. Amaliyotda fyuchers shartnoma-larini sotib olish va sotish orqali risklarni xedjirlash mumkin.

Opsion shartnomalari ikki tomon oʻrtasidagi shartnoma boʻlib, u uning egasiga qimmatli qogʻozlarni yoki tovarlarni bitimda qayd etilgan narxda belgilangan muddatda xarid qilish huquqini beradi.

Opsionning oʻziga xos xususiyati shundaki, uning egasi qimmatli qogʻozning oʻzini emas balki uni sotib olish yoki sotish huquqini opsion mukofoti evaziga sotib oladi. Shuni taʼkidlash lozimki, opsion egasi vaziyatga qarab opsion yuzasidan sotib olish yoki sotish huquqidan foydalanish yoki undan voz kechishi mumkin.

Svoplar bu ikki tomonning oldindan kelishilgan shartlariga muvofiq kelajakda maʼlum bir toʻlovlarni va yoki bazis aktivlarni (kelishilgan miqdorda) almashtirish boʻyicha bitimidir.

Hosilaviy qimmatli qogʻozlarning asosini tashkil etuvchi bazis aktivlarga koʻra ularni quyidagilarga ajratishimiz mumkin:

- *tovarlar boʻyicha* (neft, neft mahsulotlari, elektr energiya, metallar, qishloq xoʻjaligi mahsulotlari – don, shakar va boshqalarga asoslangan hosilaviy qimmatli qogʻozlar);

- *valyutalar boʻyicha* (valyutaviy qimmatliklarga asoslangan hosilaviy qimmatli qogʻozlar);

- *fond birjalar boʻyicha* (aksiya, obligatsiya, fond indeksleri, volatillik indekslariga asoslangan hosilaviy qimmatli qogʻozlar);

- *foizlar boʻyicha* (qarz majburiyatlari boʻyicha foiz stavkalariga asoslangan hosilaviy qimmatli qogʻozlar);

- *kreditlar boʻyicha* (hosilaviy qimmatli qogʻozlar boʻyicha toʻlovlar, kreditlar boʻyicha muayyan bir holatlarning sodir boʻlishiga bogʻliq);

- *nostandart bazis aktivlar boʻyicha* (ob-havo, saylov natijalariga asoslangan hosilaviy qimmatli qogʻozlar va boshqalar).

Hosilaviy qimmatli qogʻozlar aylanuvchi bozorlarga muvofiq ularni quyidagi guruhlarga ajratishimiz mumkin:

- *birja instrumentlari* (barcha koʻrinishdagi fyucherslar, birjada muomalada boʻluvchi standartlashtirilgan opsionlar);

- *birjadan tashqari instrumentlar* (forwardlar, nobirjaviy opsionlar, svoplar).

Muddatli bozorda quyida terminlardan foydalaniladi. Agar muddatli shartnomani imzolayotgan shaxs bazis aktivni sotib olish majburiyatini oladigan boʻlsa, u uzun pozitsiyasiga (long position) ega boʻldi deyiladi. Aksincha boʻlsa, yaʼni agar u shartnoma boʻyicha boshqa tomonga kelajakdagi maʼlum bir sanada aktivlarni sotish majburiyatini olsa, u holda qisqa pozitsiyaga (short position) ega boʻldi deb hisoblanadi.¹⁰ Oʻz navbatida “uzun kontrakt” va “qisqa kontrakt” kabi tushunchalar ham uchraydi. Bunda birinchi holat investor shartnomani sotib olganini bildirs, ikkinchi holatda sotganini anglatadi.¹¹

5.2. Hosilaviy qimmatli qogʻozlarning rivojlanish tarixi

Hosilaviy qimmatli qogʻozlar haqidagi dastlabki fikrlar XVI–XVII asrlarga borib taqaladi. Hozirgi zamonaviy hosilaviy qimmatli qogʻozlarning oʻtmishdagi prototiplari boʻlib qishloq xoʻjaligi mahsulotlari boʻyicha tuzilgan shartnomalar hisoblanadi. Lekin ayrim maʼlumotlarga koʻra hosilaviy qimmatli qogʻozlarga oʻxshash instrumentlar ancha ilgari davrlarda ham mavjud boʻlgan. Shunday fikrlar ham borki, ularga koʻra hosilaviy qimmatli qogʻozlarning oʻtmishdagi prototiplari yozuv kashf etilishi bilan paydo boʻlgan (Mesopotamiya, eramizgacha IV ming yillik).¹²

Quyida qisqacha keltirilgan tarixiy maʼlumotlar orqali hosilaviy qimmatli qogʻozlarning koʻp asrlik rivolanishi va qoʻllanilishi haqida tasavvurga ega boʻlishimiz mumkin.

¹⁰ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. p. 590*

¹¹ *Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. С. 166, 167.*

¹² *Weber E.J. A Short History of Derivative Markets. University of Western Australia, 2008. p.6. URL: http://www.uwa.edu.au/_data/assets/pdf_file/0003/94260/08_10_Weber.pdf.*

Jumladan, XVII asr 30-yillarining oxirida Gollandiya va Angliyada lola o‘simligini o‘stirish va bunda ularning piyozlariga bo‘lgan talab juda keskin ortib ketadi. Amsterdamda esa XVII asrning boshlaridayoq ular bo‘yicha **opsionlar** savdosi amalga oshirilishi yo‘lga qo‘yilgan edi, 30-yillarga kelib esa Angliyadagi Qirollik birjasida **forvard** shartnomalari ham paydo bo‘ldi. Lola o‘simligining piyozlari uchun tuzilgan shartnomalardan ko‘rilayotgan daromadlarning o‘sishi va savdoning rivojlanishidan so‘ng 1636-1637 yillarda bozorda keskin pasayish kuzatildi.¹³

XVII asrning 50-yillarida tarixdagi dastlabki **fyucherslar** bilan amalga oshirilgan savdolaridan biri Yaponiyaning Osako shahridagi “Yodoyo” nomli guruch bozori bilan bog‘liqdir. Bu davrda renta to‘lovi uchun guruch hosilidan bir qismini oluvchi, yer egalarini kutilmagan ob-havoga tobelik qoniqtirmas, bundan tashqari ularga doimo naqd pul zarur bo‘lar edi. Shuning uchun ular guruchlarni saqlash uchun shahardagi omborlarga yetkazib berishni va omborxona qaydnomalari, ya’ni guruch kuponlarini sotishni boshlashdi. Bu kuponlar o‘z egalariga kelajakdagi ma’lum bir sanada, oldindan kelishilgan narxlarda belgilangan sifatdagi guruchlarga ega bo‘lish huquqini berar edi. Natijada yer egalari barqaror daromadga, savdogarlar esa guruchni kafolatli yetkazib berilishiga va kuponlarni sotishdan qo‘shimcha foyda olish imkoniyatiga ega bo‘lishdi. Xonma urug‘idan bo‘lgan Munexisa ismli savdogar narxlarni kelajakdagi o‘zgarishini oldindan aytib berish maqsadida ularning o‘zgarishini grafik, ya’ni “yapon shamlari” ko‘rinishida aks ettira boshladi, va shu tariqa “chartizm” yoki texnik tahlilga asos solindi.

XIX asrning boshlarida aksiyalar bo‘yicha **put opsion** (sotishga huquq) va **koll opsion** (sotib olishga huquq)lar bilan savdolar London fond birjasida amalga oshirila boshlandi, lekin ushbu jarayonda ma’lum bir muammolar ham yo‘q emas edi. Jumladan, 1821 yilda opsionlar savdosi bilan bog‘liq holat ancha qaltirlashdi. Birja qo‘mitasi o‘zining bir qator a’zolaridan put va koll opsionlarni butunlay man etish bo‘yicha talabnomalarni oldi, ularning fikricha, birjadagi shartnomalarning asosiy qismini tashkil etuvchi bu bitimlar

¹³ Деривативы. (Серия «Reuters для финансистов»)/Пер.с англ. М.: Альпина Паблишер, 2002. 17 с.

ushbu amaliyot bilan rozi bo'lmaganlarning huquqlarini cheklab qo'yimoqda edi.

Lekin shu bilan birga opsionlar bilan savdoga ijobiy munosabatda bo'lgan a'zolar ham yo'q emas edi va albatta bu holatda vaziyat ularning foydasiga hal bo'layotgan edi.

Amerika birjalarida tovarlarga va aksiyalarga opsionlar bilan savdo XIX asrning 60-yillarida amaliyotga kirib keldi, XX asrning boshida esa Opsionlar bo'yicha Brokerlar va Dillerlar Assotsiatsiyasi (Putt and Call Brokers and Dealers Association) tashkil etildi.

1848 yilda Chikago savdo palatasi (Chicago Board of Trade – CBOT) tashkil etildi va u sotuvchi hamda xaridorlar o'zaro tovar ayirboshlash operatsiyalarini o'tkazishlari mumkin bo'lgan joyga aylandi. Dastlabki savdolar naqd tovarlar bilan amalga oshirilgan bo'lsa, so'ngra esa savdolar tovarlarni kelishilangan narxlarda kelajakdagi ma'lum bir sanada yetkazib berish bo'yicha ham amalga oshirila boshlandi. Chikago savdo palatasida ro'yxatga olingan birinchi forvard shartnomasi 1851 yil 13 martda qayd etilgan bo'lib, u 300 bushel (o'lchov birligi, 1 bushel=35,21) makkajo'xorini yetkazib berishga tuzilgan.

Uzoq muddat davomida turli davlatlar fyucherslar va opsionlar bilan savdo qilishni cheklab va man etib kelganiga qaramay 1972 yili Chikago tovar birjasi (Chicago Mercantile Exchange - CME)da Xalqaro valyuta bozori (International Monetary Market - IMM) deb ataluvchi yangi bo'linma tashkil etildi, bu esa ilk marotaba tashkil etilgan moliyaviy fyuchers shartnomalari - valyuta fyucherslari bilan savdo qiluvchi maxsus birja maydonchasi hisoblandi. Bu paytgacha fyucherslarning ba'zaviy aktivi sifatida faqat tovarlardan foydalanib kelingan edi. Shu bilan birgalikda shu yili Chikago savdo palatasi aksiyalar bo'yicha fyuchers savdolari amalga oshirish uchun ruxsatnomasiga rad javobini oldi. Bunga javoban u 1973 yilda Chikago opsion birjasini (Chicago Board Options Exchange – CBOE) tashkil etdi. Shu bilan birgalikda aynan shu yili Fisher Blek va Mayron Shoulz o'zlarining opsionlar narxini aniqlash formulasini e'lon qilishdi.

70-yillarning oxiriga kelib esa moliyaviy fyucherslar ommaviy tarzda tan olindi va ular bilan savdolar dunyodagi barcha birjalarda amalga oshirila boshlandi.

Ma'lumki, birjada savdolar ochiq savdolar orqali amalga oshiriladi. Lekin hosilaviy qimmatli qog'ozlar bo'yicha shartnomalar birjadan tashqari holatda ham amalga oshirilishi mumkin. Garchi birjadan tashqari forvard va opsiyon bitimlaridan 70-yillargacha foydalanib kelingan bo'lsada, faqat 80-yillarga kelib bunday savdolar sezilarli darajada ortdi. Aynan mana shu davrda ilk marotaba svoplarning o'rni yaqqol ko'rindi. Dastlabki svoplar ichida shundaylari uchrar ediki, ularda majburiyatlar bo'yicha foiz to'lovlarining almashinuvi, ya'ni bir tomon o'zining qat'iy foiz stavkasini ikkinchi tomonning suzuvchi foiz stavkasiga almashtirar edi.¹⁴ Shu davrdan boshlab sotuvchi va sotib oluvchilar tomonidan moliyaviy richag samarasidan intensiv foydalanila boshlanganligi sababli hosilaviy qimmatli qog'ozlar riskni xedjirlash vositasidan yuqori daromad keltiruvchi instrumentga aylana boshladi.

XX asrning boshlarida bozor rivojlanishiga sabab bo'luvchi muhim voqea yuz berdi, ya'ni 1920 yilda muddatli birja savdolaridagi asosiy element hisoblanuvchi kliring palata tashkil etildi.

XX asrning oxiri 90-yillar va XXI asrning boshlarida muddatli savdolarning rivojlanishidagi asosiy tendensiyalardan biri bu birjalarning xalqaro miqyosda birlashuvi bo'ldi. Jumladan, 1997 yili Germaniya va Shveysariya birjalari birlashtirilib, Eurex ittifoqi tashkil etildi. 2000 yil Parij, Amsterdam va Bryussel (keyinroq ittifoqqa Lissabon birjasi ham qo'shildi) birjalari birlashtirilib, Euronext yagona yevropa birjasi tashkil etildi, so'ngra, ya'ni 2008 yil ushbu birja Nyu-York fond birjasi bilan birlashdi. Shimoliy Amerikaning yirik muddatli birja bozori CME Group 2007 yil Chikago tovar birjasi (Chicago Mercantile Exchange – CME) va Chikago savdo palatasining (Chicago Board of Trade – CBOT) o'zaro birlashuvi natijasida paydo bo'ldi. Hozirgi paytda bu ittifoqqa yuqorida qayd etilganlardan tashqari Nyu-York tovar birjalari NYMEX (New York Mercantile Exchange) va COMEX (Commodity Exchange of New York) ham qo'shilgan.

Hozirgi kunga kelib hosilaviy qimmatli qog'ozlar bozori fond bozorining alohida segmenti sifatida rivojlanib kelmoqda, ayniqsa ushbu moliyaviy instrumentlar aylanmasini birjadan tashqariga

¹⁴ Деривативы. (Серия «Reuters для финансистов»)/Пер.с англ. М.: Альпина Паблишер, 2002. 19 с.

chiqishi sababli ular cheklanmagan miqdorda muomalada bo‘lish va turli bazis aktivlar bo‘yicha, jumladan fond indeksleri va boshqa hisob ko‘rsatkichlari bo‘yicha ham muomalaga kiritilish imkoniyatiga ega bo‘ldi. So‘nggi paytlarda hosilaviy qimmatli qog‘ozlar bozori boshqa moliyaviy instrumentlarga qaraganda yuqori sur‘atlarda o‘shishda davom etmoqda va bu esa birjalardagi asosiy volatillik (o‘zgaruvchanlik)ni hosil qilmoqda.

5.3. Forvard shartnomalarining mohiyati va ularda aktivlarning forvard narxini aniqlash usullari

Forvard shartnomalari bu birjadan tashqarida tuziluvchi, kelajakda bazis aktivni yetkazib berish haqidagi tomonlarning kelishuvidir. Shartnoma shartlari bitimni tuzish paytida kelishib olinadi. Shartnoma ana shu kelishib olingan shartlar bo‘yicha belgilangan muddatlarda amalga oshiriladi.

Qoidaga ko‘ra forvard shartnomasi kerakli aktivlarni haqiqatda sotish yoki sotib olishni amalga oshirish va xaridor hamda sotuvchilarni narxlarni salbiy o‘zgarishlaridan sug‘urtalash maqsadida tuziladi.

Forvard shartnomalarini ijro etish majburiy hisoblanishiga qaramay kontragentlar uni amalga oshmay qolishidan sug‘urtalanmagan, bunday holatlarga tomonlardan birining bankrotligi yoki insofsizligi ham sabab bo‘lishi mumkin. Shuning uchun shartnoma imzolanganiga qadar hamkorlar bir birlarining to‘lovga layoqatliklari va obro‘ e‘tiborlari haqida to‘liq ma‘lumotga ega bo‘lishlari lozim.

Shartnomani tuzishda tomonlar bitim amalga oshiriladigan narxni kelishib olishlari lozim bo‘ladi. Ushbu narx *yetkazib berish narxi* deyiladi va forvard shartnomani amalga oshirish davrida o‘zgarishsiz qoladi. Forvard shartnoma bilan aloqador *forvard narx* tushunchasi ham bordir. *Ma‘lum bir davr uchun bazis aktivning forvard narxi deb – forvard shartnomani tuzish davrida unda belgilab qo‘yilgan narx tushiniladi.* Forvard narxni aniqlashning bir necha xil usullari mavjud. Ularning ayrimlarini quyida ko‘rib chiqamiz.

Forvard shartnoma davrida daromad to‘lanmaydigan aktivlarning forvard narxi. Keling, dastavval forvard shartnoma davrida dividend to‘lanmaydigan aksiya misolida ushbu masalani ko‘rib chiqamiz. Faraz qilaylik, investor yarim yildan so‘ng “A” aksiyadorlik

jamiyatining aksiyalariga ega bo‘lmoqchi. U aksiyalarni ikki yo‘l bilan olishi mumkin: bugun ularni spot bozordan sotib olish orqali va forvard shartnoma orqali yarim yildan so‘ng unga ega bo‘lish orqali. Agar forvard shartnomani imzolashda aksiyaning spot narxi 10000 so‘mni, risksiz stavka 20%ni, shartnoma davri yarim yilni tashkil etgan bo‘lsa, forvard narxni aniqlang.

Agar investor forvard shartnoma bo‘yicha aksiyalarni sotib olmoqchi bo‘lsa, u holda u aksiyaning spot narxiga teng bo‘lgan summani foizsiz stavka bilan ayni paytda joylashtirishi mumkin. Yarim yildan so‘ng u quyidagi summani oladi:

$$10000\left(1 + \frac{0,2}{2}\right) = 11000 \text{ so'm.}$$

Shunday qilib agar har bir aksiya uchun forvard narx 11000 so‘mga teng bo‘lsa, u holda birinchi va ikkinchi holatlarda ham investor xarajatlari teng bo‘ladi. Bizning misolimiz uchun forvard narx aynan 11000 so‘mga teng bo‘lishi lozim.

Forvard shartnoma bo‘yicha bazis aktivning optimal narxini quyidagi forvard narxini aniqlash formulasidan foydalanib topishimiz mumkin:

$$F = S \left(1 + r \frac{t}{365}\right).$$

bu yerda, F –forvard narx; S – spot narx; r – risksiz foiz stavka; t – forvard shartnomasini yakunlangunigacha bo‘lgan davr (kunlarda).

Ushbu formulani nafaqat aksiyalar uchun, balki kuponsiz obligatsiyalar uchun ham qo‘llash mumkin.

Misol. Faraz qilaylik, joriy davrda aksiyaning spot narxi 20000 so‘m, risksiz foiz stavka 12%ga teng. Agar shartnoma muddati 3 oyni tashkil etsa, forvard narxni anqlang. Demak 3 oylik shartnoma bo‘yicha forvard narx quyidagiga teng:

$$F = 20000 \left(1 + 0,12 \frac{3}{12}\right) = 20600 \text{ so'm.}$$

Agar forvard shartnoma muddati bir yildan ko‘p bo‘lsa, u holda forvard narxni aniqlashda quyidagi formuladan foydalaniladi:

$$F = S(1 + r)^T(2),$$

bu yerda, T – forvard shartnoma davri (yillarda).

Forvard shartnoma davrida daromad keltiradigan aktivlar-ning forvard narxi. Agar shartnoma amal qilish davrida aksiyalarga dividend to‘lansa, u holda forvard narxi uning hajmiga muvofiq korrektirovka qilinishi zarur. Zero, amaliyotda forvard shartnomani amalga oshirish davri davomida aksiya yoki obligatsiyalarga dividend yoki kupon to‘lovlarini to‘lash bilan bog‘liq holatlar ko‘p uchraydi. Bunday holatlarda forvard narx mana shu to‘lovlar miqdoriga pasaytirilishi zarur, negaki, forvard shartnomaning xaridori, qimmatli qog‘ozlar egasidan farqli o‘laroq ularni olmaydi. Dastavval oddiyroq holatni ko‘rib chiqamiz, unga ko‘ra dividend to‘lovi shartnoma muddati tugash arafasida to‘lanadi. Bunday holatda forvard narx quyidagi formula bilan aniqlanadi:

$$F = S \left(1 + r \frac{t}{365} \right) \cdot Div,$$

bu yerda, t – shartnomaning amal qilish davri, Div – dividend.

Dividendning absolyut qiymatining o‘rniga dividend stavkasi ko‘rsatkichidan ham foydalanish mumkin. U holda (3) formula quyidagi ko‘rinishga keladi:

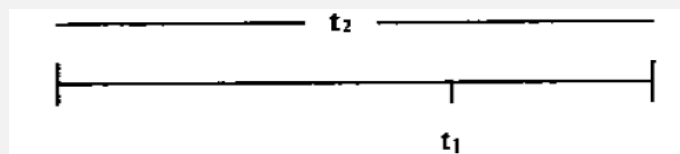
$$F = S \left[1 + (r - d) \frac{t}{365} \right],$$

bu yerda, d – dividend stavkasi.

Misol. Aksiyaning spot narxi 10000 so‘mni, risksiz stavka 20%ni tashkil etadi. Agar shartnoma 182 kunga tuzilgan bo‘lsa, forvard narxni aniqlang.

$$F = 10000 \left[1 + (0,2 - 0,1) \frac{182}{365} \right] = 10498 \text{ so'm}.$$

Keyingi holatda dividend shartnoma amal qilish davri oralig‘idagi ma’lum bir vaqtda to‘lanadi. Quyidagi rasmda t_2 – shartnomaning amal qilish davri, t_1 – dividend to‘lash kuni aks ettirilgan.



1-rasm. Shartnomaning amal qilish davri (t_2) va dividend to‘lash kuni (t_1)¹⁵

¹⁵ Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. 174 с.

Bunday holatda xaridor nafaqat dividendni, balki shartnomani amal qilish muddati tugaguniga qadar uni reinvestitsiya qilib olishi mumkin boʻlgan foizlarni ham yoʻqotadi. Bu holatda (3) formula quyidagi koʻrinishga keladi:

$$F = S \left(1 + r_2 \frac{t_2}{365}\right) \cdot Div \left(1 + r_{2,1} \frac{t_2 - t_1}{365}\right),$$

bu yerda, r_2 – t_2 davrdagi risksiz foiz, $r_{2,1}$ – $t_2 - t_1$ davrlar uchun risksiz foiz stavka.

Bu (5) formulada dividendning absolyut qiymatini oʻrniga forvard shartnomani imzolash davriga keltirilgan qiymatidan foydalanish mumkin.

$$D = \frac{Div}{1 + r_1(t_1/365)},$$

bu yerda, D – dividendning keltirilgan qiymati, r_1 – t_1 davri uchun risksiz foiz stavka.

Mazkur holatda xaridor shartnomani jaʼmi amal qilish davri davomida dividendni keltirilgan qiymati miqdoridagi summani investitsiya qilishdan olishi mumkin boʻlgan daromadlarini yoʻqotadi. Bunda (5) formula quyidagi koʻrinishga keladi:

$$F = (S - D) \left(1 + r \frac{t}{365}\right),$$

bu yerda, t – shartnomani amal qilish davri, r – t davrdagi risksiz foiz stavka.

Yuqorida koʻrib chiqilgan formulalar foizli instrumentlar uchun ham qoʻllanilishi mumkin. Bunday holatda dividend toʻlovi oʻrniga bazis aktivga nisbatan toʻlanuvchi kupon toʻlovlari hisobga olinadi.

Tovarlarning forvard narxi. Agar forvard shartnoma bazis aktivi tovar hisoblansa, u holda uning egasi forvard shartnoma xaridoridan farqli ravishda tovarlarni saqlash, ularni transportda yetkazish va sugʻurtalash bilan bogʻliq qoʻshimcha xarajatlarni amalga oshiradi. Oʻz navbatida tovarning forvard narxi koʻrsatilgan xarajatlar summasiga mos ravishda oshirilishi lozim. Agar tovarni saqlash xarajatlari, transport xarajatlari va sugʻurtalash bilan bogʻliq xarajatlardan bir dona mahsulotga qancha toʻgʻri kelishi aniq belgilangan boʻlsa, u

holda bunday tovarning forward narxi quyidagi formula bilan aniqlanishi mumkin:

$$F = S \left(1 + r \frac{t}{365} \right) + Z,$$

bu yerda, F – tovarning forward narxi; S –tovarning spot narxi; Z – tovarni saqlash, transport xarajatlari va sugʻurtalash bilan bogʻliq xarajatlar (bir dona mahsulotga); t – forward shartnoma muddati (kunlarda).

Agar saqlash xarajatlari, transport xarajatlari va sugʻurtalash bilan bogʻliq xarajatlar tovarning qiymatiga bogʻliq holda oʻzgaruvchan boʻlsa (bunday holat kam uchraydi), u holda bunday tovarning forward narxi quyidagicha hisoblanadi:

$$F = S \left(1 + (r + z) \frac{t}{365} \right),$$

bu yerda, z – tovarni saqlash, transport xarajatlari va sugʻurtalash bilan bogʻliq xarajatlar (bir yil hisobida tovar qiymatidan foizda)

Misol. 1 unsiya oltinning spot narxi 1875 dollar. Agar risksiz foiz stavkasi yillik 7%ni tashkil etsa, tovarni saqlash xarajatlari, transport xarajatlari va sugʻurtalash bilan bogʻliq xarajatlar boʻyicha quyidagi ikki holatni inobatga olgan holda, oltinning uch oylik forward narxi qanchaga teng boʻladi?

- 1) Har bir unsiyaga 15 dollardan xarajat toʻgʻri keladi;
- 2) Tovar qiymatidan yillik 4% miqdorida toʻgʻri keladi.

Birinchi holatda forward narxga xarajatlarni qoʻshish lozim.

$$1875 \times \left(1 + 0,07 \times \frac{91}{365} \right) + 15 = 1922,72 \text{ doll.}$$

Ikkinchi holatda esa risksiz foiz stavkaga oltinning qiymatidan kelib chiqib aniqlanadigan xarajatlar miqdorini qoʻshish orqali tovarning forward narxini aniqlash lozim.

$$1875 \times \left(1 + (0,07 + 0,04) \times \frac{91}{365} \right) = 1926,42 \text{ doll.}$$

Umuman olganda bozor ishtirokchilari tomonidan forward narxlarni aniqlash orqali bozordagi mavjud forward shartnomalarining haqiqiy qiymatini baholash hamda arbitraj operatsiyalarini amalga oshirish imkoniyatlarini oʻrganish mumkin. Xuddi mana shu tartibda aktivlarning fyuchers narxlari ham aniqlanadi.

5.4. Fyuchers shartnomalarining mohiyati va ularning o‘ziga xos jihatlari

Fyuchers shartnomalari bu ikki tomon o‘rtasida bazis aktivni kelajakda yetkazib berish bo‘yicha birjada tuzilgan bitimdir. Ushbu shartnomalarning sharti birja tomonidan belgilanadi va ular har bir bazis aktiv uchun standart hisoblanadi.

Forvard shartnomasi kabi fyuchers shartnomasi ham amalga oshirilishi shart hisoblanadi. Shu bilan birgalikda fyuchers shartnomalarini forvard shartnomasidan bir qator muayyan farqli tomonlari ham mavjud:

- fyuchers shartnomasi standartlashtirilgan hisoblanadi (shartnomalarning o‘ziga xos xususiyatlaridan kelib chiqib, bitim bo‘yicha barcha shartlar (yetkazib berish narxidan tashqari) birja tomonidan belgilanadi);

- fyuchers shartnomasini amalga oshirilishi birja tomonidan kafolatlanadi;

- fyuchers bozorining ishtirokchisi shartnoma muddati tugagunicha istalgan vaqtda o‘zining pozitsiyasini qarama – qarshi yo‘nalishdagi shartnoma (ofset) bilan yopishi mumkin (jumladan, fyuchers bozorida qisqa pozitsiyani yopish uchun huddi mana shuncha shartnomalar miqdorida uzun pozitsiyasini ochish lozim, bunday holatda savdo ishtirokchisining pozitsiyasi bekor qilinadi);

- fyuchers bozorida moliyaviy kafolat tizimi amal qiladi, bunda har bir fyuchers shartnomasi bo‘yicha ma’lum bir pozitsiyani ochish uchun birja eng kam miqdorda garov ta’minotini belgilaydi hamda uni saqlaydi. Garov badali boshlang‘ich yoki depozit marjasi deb atalib, u asosan shartnoma summasidan 2 – 10% ni tashkil etadi.

Fyuchers shartnomalarining asosini nafaqat tovalar, balki moliyaviy instrumentlar ham tashkil etishi mumkin. Bazis aktivlarini moliyaviy instrumentlar, ya’ni qimmatli qog‘ozlar, fond indeklari, valyutalar, bank depozitlari tashkil etuvchi shartnomalar moliyaviy fyuchers shartnomalari deyiladi.¹⁶

¹⁶ Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. 180 с.

Moliyaviy fyuchers shartnomasi foiz stavkalariga asoslangan forvard shartnomasiga o‘xshaydi, moliyaviy instrumentlarni bir tomondan ikkinchi tomonga, kelajakda belgilangan muddatda yetkazib berilishidan darak beradi. Lekin u forvard shartnomasidan ma’lum bir tomonlari bilan farqlanadi, jumladan fyuchers shartnomalari forvard bozoridagi defolt holatlari va likvidlilik bilan bog‘liq muammolarni yengib o‘tadi.¹⁷ Hozirgi kunda zamonaviy fyuchers bozorlari asosan moliyaviy fyuchers shartnomalari hisobiga rivojlanib kelmoqda.

Biz yuqorida forvard shartnomalari haqida fikr yuritganimizda, forvard narxini aniqlash formulasini keltirgan edik. Ana shu formula orqali fyuchers narxini ham aniqlash mumkin, lekin bu borada fyuchers bozorining o‘ziga xos xususiyatlarini inobatga olish zarur. Jumladan, fyuchers bozorlarida arbitraj operatsiyalarini amalga oshirish imkoniyati ancha kam. Bu avvalo fyuchers shartnomalarining likvidliliigi yuqoriroq ekanligi bilan bog‘liq.

Fyuchers narxi deganda fyuchers shartnomasini imzolashda belgilangan narx tushunilib, u investorlarning tegishli aktiv bo‘yicha kelajakda kutayotgan spot narxini aks ettiradi. Fyuchers shartnomasini imzolashda bazis aktivning fyuchers narxi spot narxidan yuqori yoki past bo‘lishi mumkin. Agar fyuchers narxi spot narxidan yuqori bo‘lsa, u holda bu holat kontango deyiladi. Agarda teskarisi, ya’ni fyuchers narxi spot narxidan past bo‘lsa, u holda bu holat bekuordeyshn deyiladi.

Fyuchers narxi va spot narxi o‘rtasidagi farq bazis deb ataladi. Shartnoma muddatining oxirida bazis nolga teng bo‘ladi, chunki fyuchers narx va spot narx o‘zaro bir nuqtada kesishadi, ya’ni bazis aktivning fyuchers narxi spot narxga yaqinlashib boradi. Bazis, tovar – xomashyo mahsulotlari bilan savdolarda alohida ahamiyatga ega¹⁸.

Fyuchers narxini belgilashning asosiy nuqtasi bu “yetkazib berish narxi”ni aniqlashdir. *Yetkazib berish narxi – bu shartnoma davri davomida bazis aktivga egalik qilish bilan bog‘liq barcha xarajatlar va yo‘qotilgan foydadir.* Uning tarkibi quyidagi elementlardan iborat:

¹⁷ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. P. 593*

¹⁸ *Деривативы. (Серия «Reuters для финансистов»)/Пер.с англ. М.: Альпина Паблишер, 2002. 52 с.*

- a) aktivni saqlash va sug'urtalash bilan bog'liq xarajatlari;
- b) bazis aktivni sotib olishga sarflangan summadan investor olishi mumkin bo'lgan foiz; qarz uchun investor to'laydigan foiz.

Yuqoridagilarni quyidagicha yozish mumkin:

$$F_{yuchersnarx} = Spotnarx + Foizlar + Saqlashvasug'urtalashxarajatlari$$

Agar ushbu tenglik amalga oshmasa, u holda arbitraj operatsiyalarini o'tkazish imkoniyati paydo bo'ladi. Ya'ni,

$$F > S + I_k + Z \text{ bo'lsa,}$$

bu yerda, I_k – kredit foizi; S – bazis aktivning spot narxi; Z – saqlash va sug'urtalash xarajatlari, u holda arbitraj:

- a) shartnomani sotadi;
- b) I_k foizda mablag'larni qarzga olib, unga bazis aktivni sotib oladi va uni yetkazib berish davrigacha saqlaydi;
- d) shartnoma muddati tugaganidan so'ng aktivlarni yetkazib beradi va quyidagi o'lchamda foyda oladi [$F - (S + I_k + Z)$]. Qimmatli qog'ozlar bilan savdoda Z nolga teng. Agar

$$F < S + I_d + I_k \text{ bo'lsa,}$$

bu yerda, I_d – depozit foizi, u holda arbitraj:

- a) shartnomani sotib oladi;
- b) aktivni I_k foizda qarzga oladi;
- d) aktivni sotadi va olingan summani I_d foiz bilan joylashtiradi;
- e) shartnoma muddati tugaganidan so'ng depozit bo'yicha foizlarni oladi, shartnoma bo'yicha aktivlar uchun to'lovni amalga oshiradi, kreditorga foizlari bilan qaytaradi. Uning foydasi esa quyidagicha bo'ladi: $(S + I_d - I_k - F)$.

Fyucherslar orqali savdolarni amalga oshirishda bozor ishtirokchilari tomonidan ma'lum bir srategiyalar yuritilib, ularning ichida eng oddiy ko'rinishi bu fyuchers shartnomalarini sotish va sotib olishdir. Shuningdek investor bir vaqtning o'zida uzun va qisqa pozitsiyalarni ochishi ham mumkin. Bunday strategiya spread yoki streddl deb ataladi. Investor bunday harakatlarni turli fyuchers shartnomalarining narxi yetkazib berish narxiga teng kelmasligini taxmin qilganda amalga oshiradi. Shu bilan birgalikda spreadni shakllantirish, faqat uzun yoki qisqa pozitsiyani ochishdan ko'ra kam riskli strategiya hisoblanadi. Spread orqali investor narxlarni umumiy

o'zgarish darajasi bilan bog'liq zararlarni bartaraf etadi va ayrim sabalarga ko'ra kelib chiqqan narxlarning og'ishi hisobidan foyda olishni mo'ljallaydi.

Xulosa qilib aytganda, fyuchers bozoridagi operatsiyalar spot bozoriga qaraganda yuqori daromadlilik bilan ajralib tursada, lekin bu holat yuqori riskka ega ekanligini ham unutmaslik kerak. Haqiqatda, fyuchers bozorida narxlarning salbiy tomonga o'zgarishi oqibatida ko'rilgan zararlar spot bozoridagi zararlardan ko'ra bir necha marta oshib ketishi mumkin. Demak, fyuchers shartnomasini tuzuvchi shaxslar fond bozorini, uning hozirgi va kelajakdagi holatini hamda narx-navo qanday bo'lishini chuqur o'rganishi va uni bilishi lozim bo'ladi.

5.5. Opsionlar mohiyati va qo'llanilishi

Opsion kelishilgan muddat davomida ma'lum bir mukofot summasi hisobiga belgilangan miqdordagi tovarlar yoki moliyaviy instrumentlarni belgilangan (kelishilgan) narx bo'yicha sotib olish yoki sotish huquqini beruvchi bitimni o'zida aks ettiradi. Bundan ko'rinib turibdiki, opsionlarning ikkita asosiy turi amal qiladi. Ya'ni xarid qilish bo'yicha opsion (*option call*) kelajakda bitimda belgilangan shartlarda bazis aktivini sotib olish huquqini bersa, sotish bo'yicha opsion (*option put*) o'z egasiga kelajakda bazis aktivini bitim shartlariga muvofiq sotish huquqini beradi. Bitimda qayd etilgan bazaviy aktivlar bahosi opsionning ijro etilish (bajarilish) bahosi (*strike price*) deb ataladi. Bitimda kelishilgan sana bitim muddatining tugash sanasi (*expiration date*) yoki to'lov muddati (*maturity*) deb ataladi. Opsion bitimini amalga oshirish stiliga ko'ra Amerika opsioni va Yevropa opsioniga bo'linadi. Amerika opsion (American option)lari ular amal qilish muddatining tugaguniga qadar istalgan paytda bajarilishi mumkin. Yevropa opsion (European option)lari esa ularning tugash muddatiga kelibgina amalga oshirilishi mumkin. Opsionlar birjada va birjadan tashqarida kotirovkalanadi. Fond birjalarida aksariyat holatlarda kotirovkalanadigan opsionlar bo'yicha bitta opsion bitimining predmeti sifatida 100 ta aksiyani sotib olish yoki sotish olinadi.

Alohida qayd etib o‘tish kerakki, opsionlar uning egasiga ma‘lum bir faoliyatni amalga oshirish huquqini beradi va hech qanday majburiyatni yuklamaydi. Ya‘ni opsionlar bazaviy aktivlarni sotish yoki sotib olish majburiyatini yuklovchi forvard va fyuchers shartnomalaridan o‘zaro farqlanadi. Shuningdek, e‘tibor qaratiladigan yana bir jihat borki, forvard va fyuchers shartnomalarini tuzish hech qanday xarajat talab qilmaydi, opsionlar bo‘yicha esa to‘lov amalga oshirilishi shart. Bu to‘lov opsion bo‘yicha mukofot deb ataladi.

Dunyodagi eng katta opsion birjasi sifatida Chikago opsion birjasi (CBOE – Chicago Board of Options Exchange, www.cboe.com) faoliyat yuritadi. 1973-yilda mazkur opsion birjasida birinchi marta opsion bitimi tuzilganligini ham ta‘kidlash lozim.

Quyidagi jadvalda 2013-yil 29-mayda savdolarning yopilish vaqtida qayd etilgan Intel kompaniyasi aksiyalariga amerika opsionlari bahosi keltirilgan (5.1-jadval). Opsionlarning amal qilish muddatlari iyunda, iyulda va oktyabrda tugaydi. Iyundagi opsionlar 2013-yil 21-iyungacha, iyuldagi 2013-yil 19-iyulgacha, oktyabrdagi esa 2013-yil 18-oktyabrgacha amal qiladi. 2013-yil 29-mayda savdolarning yopilish vaqtida Intel kompaniyasi aksiyalari bahosi 20,83 dollarga teng.

5.1-jadval

2013-yil 29-maydagi Intel kompaniyasi aksiyalariga opsionlar bahosi, aksiya bahosi 20,83 dollar

Ijro etilish bahosi, dollarda	Opsion koll, dollarda			Opsion put, dollarda		
	Iyun	Iyul	Oktyabr	Iyun	Iyul	Oktyabr
20	1,25	1,6	2,4	0,45	0,85	1,5
22,5	0,2	0,45	1,15	1,85	2,20	2,85

Faraz qilaylik, investor brokerga Intel kompaniyasi aksiyalariga bir dona oktyabrgacha opsion kollni 22,5 dollar ijro etilish bahosi bilan sotib olish to‘g‘risida topshiriq berdi. Broker bu topshiriqni Chikago opsion birjasida bitim tuzuvchi treyderga yubordi. So‘ngra bu treyder Intel kompaniyasi aksiyalariga oktyabrgacha opsion kollni 22,5 dollar ijro etilish bahosi bilan sotishni xohlovchi boshqa treyderni topadi. Taxmin qilaylik, opsion mukofoti (bahosi) yuqoridagi jadvalda ko‘rsatilgani kabi 1,15 dollar. Bu summa bir dona aksiyani sotib olish

uchun opsiyon bahosini o'zida aks ettiradi. AQSHda bir dona opsiyon shartnomasi 100 ta aksiyani sotish yoki sotib olish bo'yicha tuziladi. Shunday ekan, investor broker orqali 115 dollarni birja hisobraqamiga o'tkazish kerak. Shundan so'ng birja bu summani kontragent hisobraqamiga o'tkazadi.

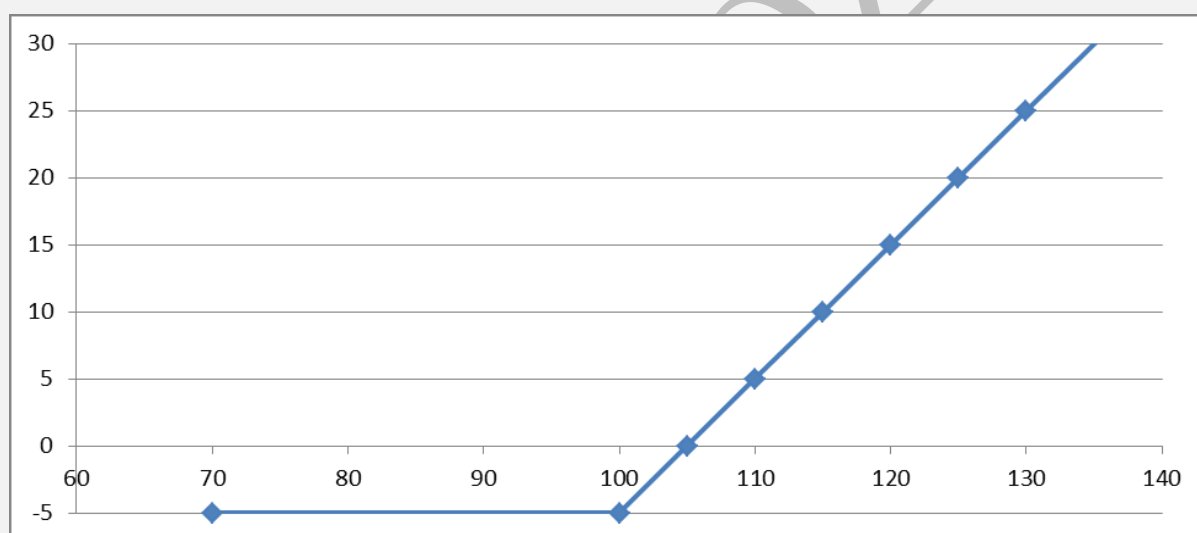
Yuqoridagi misolga ko'ra, investor 115 dollar hisobiga Intel kompaniyasining 100 dona aksiyasini 22,5 dollardan sotib olish huquqiga ega bo'ladi. Kontragent operatsiya bo'yicha 115 dollarni oladi va investor opsiyon ijro etilishiga qaror qilsa Intel kompaniyasi 100 dona aksiyasini 2013-yil 18-oktyabrgacha 22,5 dollardan sotishga rozilik beradi. Agar Intel kompaniyasi aksiyalari bahosi 2013-yil 18-oktyabrgacha 22,5 dollardan oshmasa opsiyon bajarilmaydi, investor esa 115 dollarni yo'qotadi. Lekin Intel kompaniyasi aksiyalar bahosi 30 dollargacha ko'tarilsa investor 100 ta aksiyani 22,5 dollardan sotib olishi mumkin bo'ladi. Bunday holatda investor foydasi 750 dollar $((30 - 22,5) \times 100)$ ni, opsiyon bahosini hisobga olgan holda 635 dollar $(750 - 115)$ ni tashkil etadi.

Ikkinchi muqobil bitimni ko'rib chiqamiz. Masalan, investor bitta iyuldagi opsiyon putni 20 dollar ijro etilish bahosi bilan sotib olmoqchi. Yuqoridagi jadvaldan ko'rinib turibdiki, bu opsiyon har bir aksiya bo'yicha 0,85 dollar va bitta opsiyon bitimi bo'yicha 85 dollar $(100 \times 0,85)$ ni tashkil etadi. Bunda investor 85 dollar evaziga 2013-yil 19-iyulgacha Intel kompaniyasi har bir aksiyasini 20 dollardan sotish huquqini oladi. Agar Intel kompaniyasi aksiyalari 20 dollardan oshib ketsa opsiyon bajarilmaydi va investor 85 dollarni yo'qotadi. Lekin aksiyalar bahosi 15 dollarga teng bo'lsa, investor tomonidan opsiyon ijro etiladi va 100 ta aksiyani 20 dollardan sotish natijasida 500 dollar miqdorida foyda oladi. Bunda opsiyon bahosini chegirgan holda operatsiya bo'yicha sof foyda 415 dollarni tashkil etishini ta'kidlash mumkin.

Yana bir holatni ko'rib chiqamiz. Investor eBay kompaniyasi 100 ta aksiyasiga 100 dollar ijro etilish bahosi bilan yevropa opsiyon koll sotib oldi. Faraz qilaylik, aksiyalarning joriy bahosi 98 dollarga teng, opsiyon bo'yicha to'lov muddati to'rt oyga teng, opsiyonlar bahosi (mukofoti) esa har bir aksiyani xarid qilish uchun 5 dollar. Dastlabki investitsiya summasi 500 dollar. Opsionning yevropa opsiioni ekanligi sababli investor uni faqat to'lov muddatining tugash vaqtida bajarishi mumkin. Agar ijro etilish vaqtida aksiya bahosi 100 dollardan past

bo'lsa, investor opsiyon shartnomasini bajarish uchun qabul qilmaydi. Ya'ni bozorda aksiya bahosi 100 dollardan past bo'lgan holatda ularni 100 dollardan sotib olishdan hech qanday ma'no yo'q. Bunday holatda investor o'z-o'zidan dastlabki investitsiya summasini, ya'ni 500 dollarni yo'qotadi. Lekin opsiyon muddatining tugash sanasida aksiyalar bahosi 100 dollardan yuqori bo'lsa opsiyon bajarishga qabul qilinadi. Faraz qilaylik aksiya bahosi muddat oxirida 115 dollarga teng bo'lsa, opsiyon bajariladi va investor 100 ta aksiyani 100 dollardan sotib oladi. Bu aksiyalarni darhol sotish natijasida investor har bir aksiya bo'yicha 15 dollardan foyda oladi. Umumiy operatsiya bo'yicha investor foydasi opsiyon bo'yicha dastlabki qo'yilmani hisobga olgan holda 1000 dollarni tashkil etadi.

Quyidagi rasmda opsiyon bajarilish vaqtida bir dona aksiya bahosiga investor foyda yoki zararining bog'liqligi ko'rsatilgan (5.1-rasm).

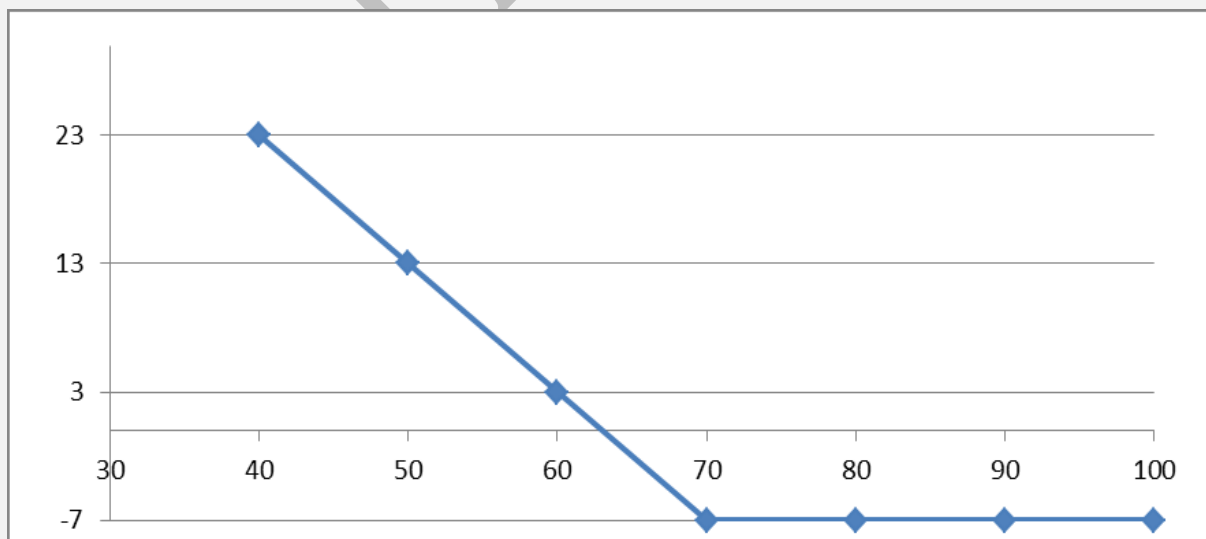


5.1-rasm. eBay kompaniyasi bir dona aksiyasiga yevropa opsiyon koll sotib olish bo'yicha foyda miqdori. Opsiyon mukofoti 5 dollar, ijro etilish bahosi 100 dollar

Ba'zida opsiyonlarning bajarilishi investor uchun zarar sifatida aks etishi mumkin. Faraz qilaylik, oldingi misolda opsiyon amal qilishining so'nggi kunida eBay kompaniyasi aksiyalari bahosi 102 dollarga teng. Investor opsiyonni bajarishi mumkin va 200 dollar samaraga ega bo'lishi mumkin. Lekin mazkur holatda uning zarari 300 dollarga teng, chunki dastlabki investitsiya (opsiyon mukofoti) 500 dollarni tashkil etadi. Bir qarashda investor mazkur holatda opsiyonni bajarmasligi kerak. Lekin operatsiyani bajarmaslik, o'z navbatida, 500 dollarning

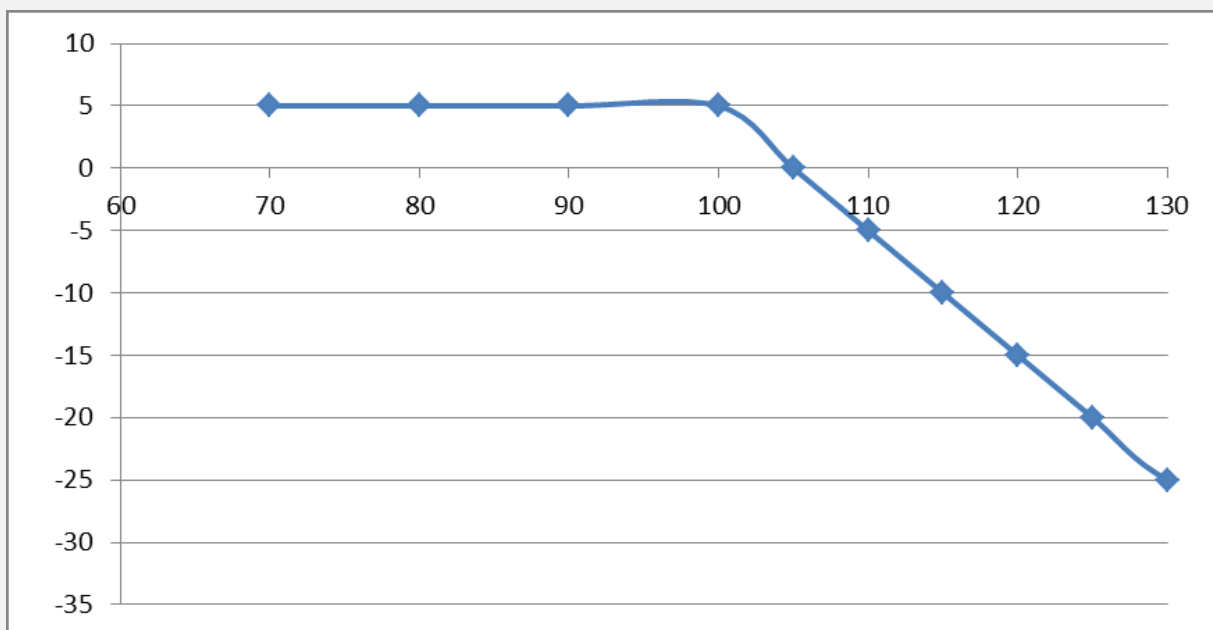
yo‘qotilishiga sabab bo‘ladi. Bundan xulosa qilish mumkinki, opsiyon muddati tugash sanasida aksiya bahosi opsiyonni bajarish bahosidan yuqori bo‘lsa uni bajarish lozim.

Opsiyon koll egasi aksiyalar bahosi o‘shini, opsiyon put egasi esa aksiya bahosi pasayishini kutadi. Yana bir holatni ko‘rib chiqamiz. Investor IBM kompaniyasi 100 ta aksiyasiga 70 dollar ijro etilish bahosi bilan yevropa opsiyon put sotib oldi. Faraz qilaylik, aksiyalar joriy bahosi 70 dollarga, opsiyon amal qilish muddati 3 oyga, bitta aksiyani sotish bo‘yicha opsiyon mukofoti 7 dollarga, o‘z navbatida dastlabki investitsiya summasi esa 700 dollarga teng. Opsiyon yevropa opsiyon bo‘lganligi sababli uning amal qilish muddati tugash vaqtida agar aksiyalar bahosi 70 dollardan past bo‘lsa bajariladi. Faraz qilaylik, o‘sha payt aksiyalar bahosi 55 dollarga teng. Bunday holatda investor 100 ta aksiyani 55 dollardan sotib olishi va opsiyon put sharti bo‘yicha 70 dollardan sotishi mumkin. Natijada investor operatsiya bo‘yicha 1500 dollar samaraga ega bo‘ladi, opsiyon mukofotini hisobga olgan holda operatsiya bo‘yicha sof foyda 800 dollarni tashkil etadi. Lekin investorning foyda olishiga hech qanday kafolat yo‘q. Agarda muddat tugash vaqtida aksiya bahosi 90 dollarga teng bo‘lsa opsiyon put o‘z ahamiyatga ega bo‘lmaydi va investor 700 dollar yo‘qotadi. Quyidagi rasmda investor foyda yoki zararining aksiyaning yakuniy bahosiga bog‘liqligi ko‘rsatilgan (5.2-rasm).

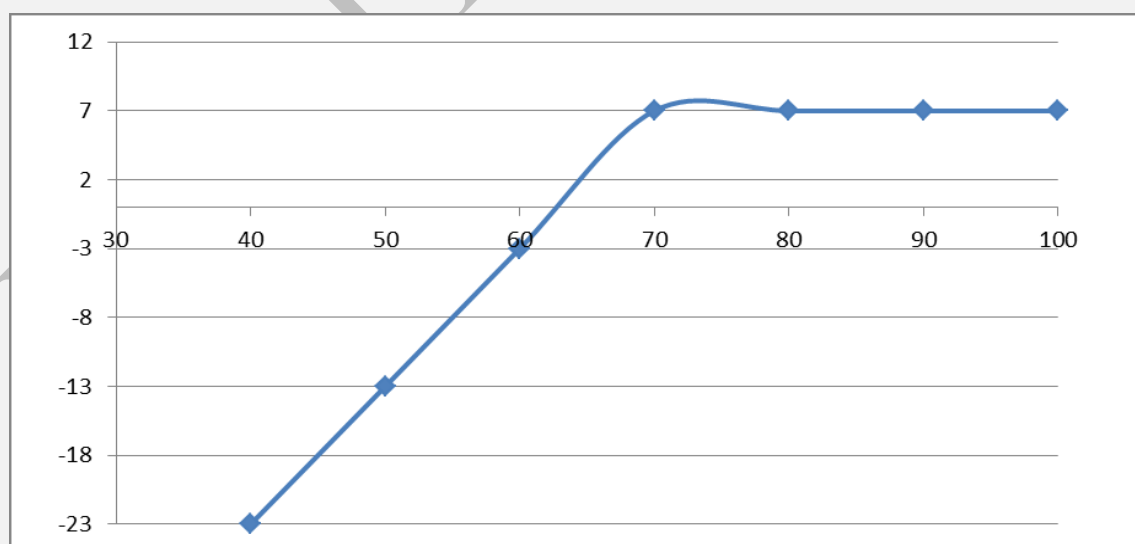


5.2-rasm. IBM kompaniyasi bir dona aksiyasiga yevropa opsiyon put sotib olish bo‘yicha foyda miqdori. Opsiyon mukofoti 7 dollar, ijro etilish bahosi 70 dollar

Amerika opsiolari yevropa opsiolariga nisbatan birmuncha ommabop hisoblanadi. Chunki amerika opsiolarini bajarish uchun yevropa opsioni kabi tugash muddatini kutish talab qilinmaydi. Shundan kelib chiqqan holda quyida asosan amerika opsiolarining muddatdan oldin bajarilishi bilan bog‘liq holatlarni ko‘rib chiqamiz.



5.3-rasm. eBay kompaniyasi bir dona aksiyasiga yevropa opsiyon koll sotish bo‘yicha foyda miqdori. Opsiyon mukofoti 5 dollar, ijro etilish bahosi 100 dollar



5.4-rasm. IBM kompaniyasi bir dona aksiyasiga yevropa opsiyon put sotish bo‘yicha foyda miqdori. Opsiyon mukofoti 7 dollar, ijro etilish bahosi 70 dollar

Har bir opsiyon shartnomasida ikkita tomon amal qiladi. Bunda bir tomonda uzun pozitsiyaga ega investor (opsion sotib oluvchi), ikkinchi tomonda esa qisqa pozitsiyaga ega investor (opsion sotuvchi) turadi. Opsion sotuvchi belgilangan majburiyatni o'ziga olish uchun pul mablag'i oladi. Uning foyda yoki zararlari opsiyon sotib oluvchining foyda yoki zararlari bog'liqlikda namoyon bo'ladi. Yuqorida ko'rib chiqilgan masalalar bo'yicha opsiyon sotuvchi foyda yoki zararlari aksiya yakuniy bahosiga bog'liqligi quyidagi rasmlarda keltirilgan (5.3, 5.4-rasmlar).

Amaliyotda opsiyon pozitsiyalari bo'yicha to'rtta variant amal qiladi:

- opsiyon kollda uzun pozitsiya;
- opsiyon putda uzun pozitsiya;
- opsiyon kollda qisqa pozitsiya;
- opsiyon putda qisqa pozitsiya;

Yevropa opsiyonlarida pozitsiyalarni opsiyon amal qilish muddatining tugash vaqtidagi investorga to'lovlar miqdorini ko'rsatgan holda tavsiflash birmuncha qulay. Opsionlarning dastlabki qiymati hisob-kitoblarda hisobga olinmaydi. K – ijro etilish bahosi, S_T – bazaviy aktivning yakuniy bahosidan kelib chiqqan holda Yevropa opsiyon koll uzun pozitsiya bo'yicha to'lovlar quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$\max(S_T - K).$$

Bu formula agar $S_T > K$ bo'lgan holatdagina opsiyon bajarilishini o'zida aks ettiradi. Yevropa opsiyon koll qisqa pozitsiya bo'yicha to'lovlar quyidagi formula bo'yicha hisoblanadi:

$$-\max(S_T - K) = \min(K - S_T).$$

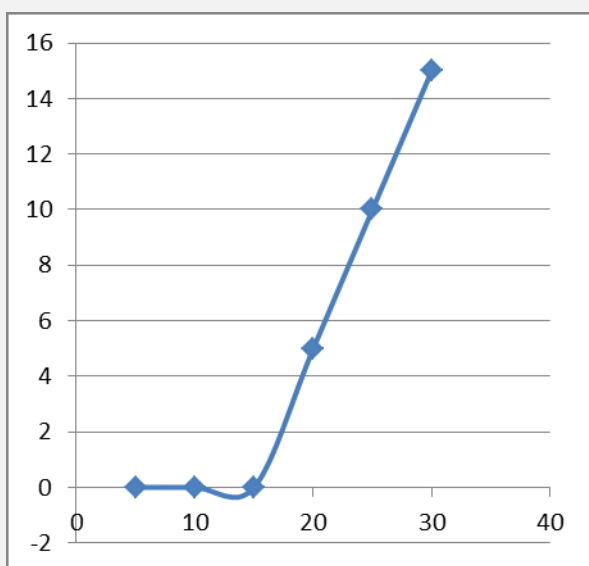
Yevropa opsiyon put uzun pozitsiyada opsiyon egasiga to'lovlar quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$\max(K - S_T).$$

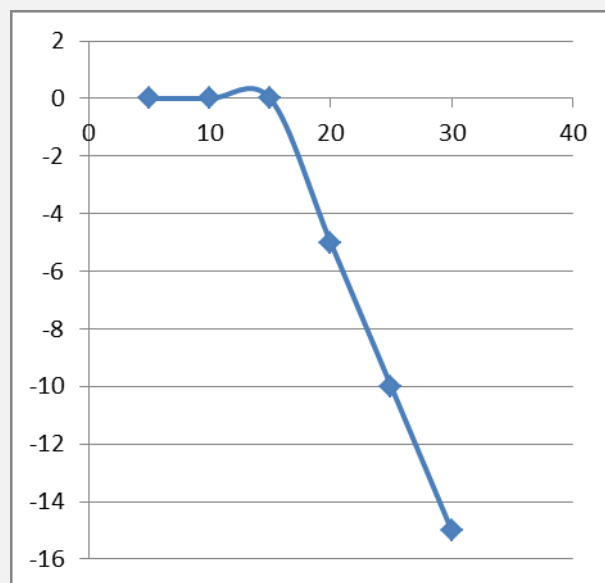
Yevropa opsiyon put qisqa pozitsiyada esa opsiyon egasiga to'lovlar quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$-\max(K - S_T) = \min(S_T - K).$$

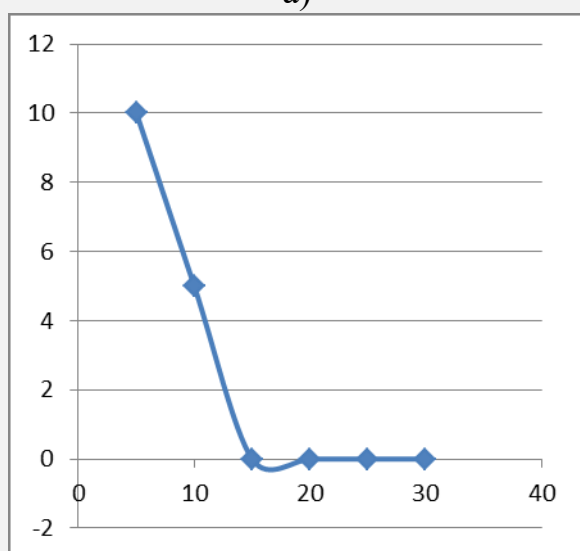
Keltirilgan barcha variantlar quyiagi rasmda keltirilgan (5.5-rasm).



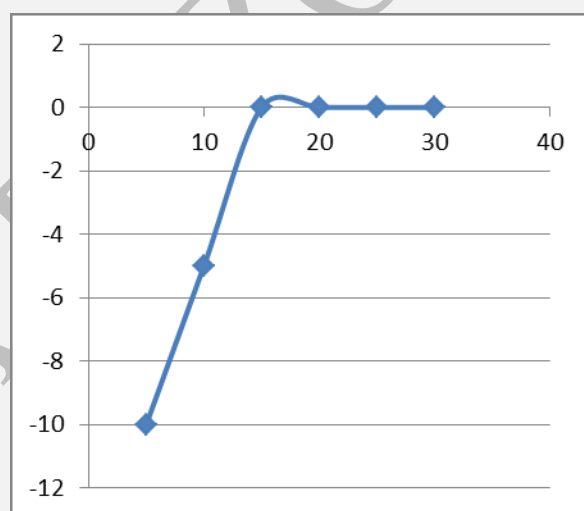
a)



b)



d)



e)

5.5-rasm. Yevropa opsiyida pozitsiyalar bo'yicha opsiy egasi to'lovlar:
a) uzun opsiy koll; b) qisqa opsiy koll; d) uzun opsiy put; e) qisqa opsiy put

Osiy shartnomalarida bazaviy aktivlar sifatida aksiyalar, valyutalar, fond indeksleri, fyucherslar olinadi.

Aksiyalar bo'yicha opsiyalar yoki fond opsiylari (*stock options*) Chikago opsiy birjasida, Filadelfiya fond birjasida (www.fhlx.com), Amerika fond birjasida (www.amex.com), Tinch okeani fond birjasi (www.pasifex.com) va Xalqaro qimmatli qog'ozlar birjasida (www.iseoptions.com) kotirovkalanadi. Osiyalar 1000 dan ortiq turli xil aksiyalar bo'yicha tuziladi. Bitta kontrakt uning egasiga 100 ta aksiyani belgilangan ijro etilish bahosi bo'yicha sotish yoki sotib olish

huquqini beradi. Bunday shartnoma miqdori aksiyalarning o'zi uchun ham qulay, qoidaga ko'ra 100 dona aksiya bo'yicha lotlar sotiladi.

Xorijiy valyutalar bo'yicha opsionlarning katta qismi Filadelfiya fond birjasida kotirovkalanadi. U yerda turli xil xorijiy valyutalarni oldi-sotdisi bo'yicha yevropa va amerika opsionlari kotirovkalanadi. Bitta shartnoma miqdori valyuta turiga bog'liq. Masalan, Britaniya funt sterlingi bo'yicha bitta opsion shartnomasi uning egasiga 31250 funt sterling sotib olish yoki sotish huquqini beradi. Yapon ieni bo'yicha bitta opsion shartnomasi esa 6,25 million ien sotib olish yoki sotish huquqini taqdim etadi.

Butun dunyo bo'yicha turli xil *fond indekslariga opsionlar* yoki *indeksli opsionlar (index option)* kotirovkalanadi. Ulardan keng tarqalganlari sifatida S&P 500 (SPX), S&P 100 (OEX), Nasdaq 100 (NDX) va Dou-Jons (DJX) indekslariga opsion shartnomalarini keltirish mumkin. Fond indekslari bo'yicha opsionlar ham yevropa va amerika opsionlariga bo'linadi. Masalan, S&P 500 (SPX) bo'yicha opsion yevropa opsioni, S&P 100 (OEX) bo'yicha opsion esa amerika opsioni hisoblanadi. Bitta shartnoma uning egasiga indeksning 100 baravari miqdoridagi aktivni oldindan kelishilgan ijro etilish bahosi bo'yicha sotish yoki sotib olish huquqini beradi. Hisob-kitoblar har doim naqd pulda amalga oshiriladi. Masalan, S&P 100 indeksi bo'yicha opsion koll ijro etilish bahosi 980 dollarga teng. Qachonki indeks bahosi 982 dollarga ko'tarilganda opsion bajariladigan bo'lsa opsion sotuvchi uning egasiga $(992 - 980) \times 100 = 1200$ dollar to'laydi. Naqd hisob-kitoblar kun oxirida qayd etilgan indekslar qiymatiga asoslanadi. Ya'ni ko'p holatlarda opsion egalari o'z sotish yoki sotib olish huquqidan foydalanishga ishonch hosil qilgandagina sotish yoki sotib olishini e'lon qiladi va odatda investorlar kun oxirigacha kutib turadi.

Fyuchers opsionlari yoki *fyuchers bo'yicha opsionlar (futures option)*da bazaviy aktiv sifatida fyuchers shartnomalari qo'llanadi. Bunday opsion aniq belgilab qo'yilgan bazis aktiv bo'yicha fyuchers shartnomasini sotish yoki sotib olish huquqini beradi. Hozirgi vaqtda asosida oddiy fyuchers shartnomalari bo'lgan aksariyat aktivlar bo'yicha fyuchers opsionlari ko'pchilik uchun qulay. Qoidaga ko'ra, fyuchers shartnomalari va fyuchers opsionlar bitta birjada kotirovkalanadi.

5.6. Svoplar va ularning qiymatini baholash

Moliyaviy institutlar, forvard, fyuchers va opsiyonlar bilan birgalikda yana bir muhim moliyaviy instrument hisoblanuvchi, svoplardan keng foydalanadilar. *Svop bu shunday moliyaviy shartnoma bo'lib, u bir tomonga tegishli bo'lgan kelgusidagi to'lovlarni ikkinchi tomonning kelgusidagi to'lovlariga almashtirish vazifasini yuklaydi.*¹⁹ O'z tuzilishiga ko'ra svoplar yagona tamoyilga tayanadi: ikki tomon bir yoki bir necha to'lovlarni almashishga kelishib olishadi. Bunda ko'pchilik holatlarda almashinuv qat'iy belgilangan va o'zgaruvchan foiz stavkalari o'rtasida amalga oshiriladi.

Svoplarni fyuchers shartnomalaridan farqli jihatlari quyidagilardan iborat: birjadan tashqari bozorda amalga oshiriladi, shartlar kontragentlar tomonidan belgilanadi, yirik kompaniyalar va banklar bilan tuziladi va boshqalar.

Svoplarni qo'llashdan maqsad foiz stavkalarini, valyuta kurslarini, tovarlarning narxlarini, aksiyalarga investitsiyalarni va boshqa instrumentlar bilan bog'liq risklarni xedjirlash va foyda olishdan iborat.

Svoplarning bir necha xil ko'rinishlari mavjud bo'lib, ularning ayrimlarini quyida keltirib o'tamiz.

Foizlar svopi. Svoplarning bu ko'rinishi qat'iy belgilangan foiz stavkasiga ega qarz majburiyatini, o'zgaruvchan foiz stavkaga ega majburiyatlar bilan almashtirishdan iborat. Bu svop shartnomasida ishtirok etuvchilar faqat foiz stavkalarni almashishadi (nominalni emas). Shartnoma shartlariga ko'ra tomonlar o'rtasida to'lovlarni almashtirish bir necha yillar davomida amalga oshiriladi, odatda svoplarning amal qilish muddati ikki yildan o'n besh yilgacha cho'ziladi. Svoplarda ko'pincha o'zgaruvchan foiz stavkasi sifatida LIBOR (London Interbank Offer Rate)²⁰ stavkasidan foydalaniladi.

Svoplar bo'yicha qat'iy belgilangan to'lovlarni amalga oshiruvchi shaxsni svop xaridori deyiladi. O'zgaruvchan to'lovlarni amalga oshiruvchi shaxsni esa svop sotuvchisi deb yuritiladi.

¹⁹ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. P. 613*

²⁰ LIBOR – bu resurslarni jalb qilish bo'yicha London banklararo stavkasi. U turli valyutalarga nisbatan hisoblanadi. Halqaro moliya bozorlaridagi qarz munosabatlarida inobatga olinuvchi o'zgaruvchi foiz stavkasi.

Valyuta svopi. Bu shartnoma turiga ko'ra shartnoma muddati tugagunga qadar kelishilgan muddatlarda bir tomon to'lovlarni bir valyutada, ikkinchi tomon to'lovlarni boshqa valyutada amalga oshiradi. Tomonlar qat'iy belgilangan va o'zgaruvchan stavkalarda to'lovlarni har ikkala valyutada ham amalga oshirishlari mumkin.

Valyuta svopini amalga oshirishning bir necha sabablari bo'lishi mumkin, masalan, valyuta konvertatsiyasidagi cheklovlar, valyuta risklarini bartaraf etish istagi yoki boshqa davlat valyutasida obligatsiyalar chiqarishga intiluvchi emitent o'zga davlatda u qadar nomi chiqmagan va buning natijasida bozorga to'g'ridan to'g'ri kira olmasa va boshqalar.

Aktivlar svopi. Aktivlar svopi doirasida bir aktiv bo'yicha qat'iy foizlar, boshqa aktiv bo'yicha o'zgaruvchan foizlarga almashtiriladi.

Tovar svopi. Bu shartnomalarga ko'ra aniq bir tovarga nisbatan qo'llaniluvchi qat'iy to'lovlar o'zgaruvchan to'lovlarga almashtiriladi. Ularning tuzilishi foizlar svopiga o'xshaydi. Hozirgi sharoitlarda tovar svoplarini sezilarli o'sishiga tovar bozorlaridagi nobarqaror narxlar sabab bo'lmoqda. Albatta bu holat birjadagi tovarlar bo'yicha muddatli savdolarini ham rivojlanishiga sabab bo'ladi. Lekin birja savdolaridan farqli ravishda aynan tovar svopi orqali shartnomalar uzoq muddatlarga tuzilishi, shu bilan birgalikda kelajakdagi bir qator muddatlar uchun ma'lum bir narxlarni belgilashi bilan ajratib turadi.

Yuqoridagilardan tashqari svoplarning bir necha xil ko'rinishlari mavjud: kep (cap), flo (floor), kollari (collar), jamg'arma svopi (accrual swaps), svopsion (swap options, swaptions), amortizatsion svop (amortizing swaps), o'suvchi svop (accreting swaps), diskontlangan svop (discount swap) va boshqalar.

Svop shartnomasi doirasida bir tomon o'zining majburiyatlaridan voz kechmoqchi bo'lsa, u o'zining majburiyatlarini o'z zimmasiga olishi mumkin bo'lgan kompaniyani izlab topishi lozim bo'ladi. Svop tuzilgandan so'ng boshlang'ich bosqichda bunday holatni yuz berishi kontragentlarga hech qanday ta'sir etmasligi mumkin, lekin majburiyatlar amalda bo'lgan shartnoma doirasida boshqa shaxsga o'tkazilayotgan bo'lsa, u holda bunday svop ma'lum bir qiymatga ega bo'lgan bo'lib, uni baholash juda zarur hisoblanadi. Bundan tashqari

hisob kitob qilish maqsadida har bir aniq vaqtdagi svopning qiymatini bilish zaruriyati paydo bo'lishi ham mumkin.

Svopni baholash uchun uni ikki obligatsiyalarning kombinatsiyasi sifatida tasavvur qilishimiz mumkin. Investor ularning biriga nisbatan uzun pozitsiyasini, ikkinchisiga nisbatan esa qisqa pozitsiyani tanlagan bo'lsa, bu holatda svop qiymati mana shu ikki obligatsiya narxlarining farqiga teng bo'ladi. Aytaylik, svop shartnomasi doirasida kompaniya o'zgaruvchan foizlarda to'lab, qat'iy foizlarda olsa, bunday holatda svop narxi quyidagiga teng bo'ladi:

$$P_c = P_1 - P_2.$$

bu yerda, R_s — svopning narxi; R_1 — qat'iy kuponli obligatsiya narxi; R_2 — o'zgaruvchan kuponli obligatsiya narxi.

Svop bo'yicha majburiyatlarni to'xtatish uchun kompaniya qat'iy foizli obligatsiyani sotib, o'zgaruvchan foizli obligatsiyani sotib olishi kerak. Agar kompaniya svop doirasida qat'iy foizlarda to'lab, o'zgaruvchan foizlarda olsa u holda svopning narxi quyidagiga teng:

$$P_c = SP_f - P_d.$$

bu yerda: S – valyutaning spot kursi, to'g'ridan – to'g'ri kotirovka asosida taqdim etilgan; P_f – obligatsiyaning xorijiy valyutadagi narxi; P_d – obligatsiyaning milliy valyutadagi narxi.

Obligatsiya bo'yicha to'lovlarni diskontlash uchun tegishli davrlardagi stavkalar va valyutalar olinadi.

Moliya institutlari turli xildagi moliyaviy yo'qotishlarni oldini olish maqsadida, svoplar bo'yicha defolt holatlari haqida yetarlicha xabardor bo'lishlari lozim. Bunda xuddi forvard shartnomasi kabi svop shartnomasida qatnashuvchi har ikki tomonlar shartnomani amalga oshirilishini ta'minlashlari uchun bir birlari haqida ko'proq ma'lumotlarga ega bo'lishlari lozim bo'ladi.²¹

Shuningdek svop ishtirokchisi shartnomani baholashi va narx bo'yicha ta'sirchanligini aniqlab olishi zarur. Undan so'ng maksimal darajada mos keladigan xedjirlash instrumentini aniqlash lozim. Bunday asosiy vazifa mos keluvchi xedjni tanlab olib, u orqali svop pozitsiyalari bo'yicha har qanday yo'qotishlar, xedjirlash uchun qo'llanilgan shartnomadan olingan daromadlar bilan qoplanishidan iborat.²²

²¹ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. P. 616*

²² *Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1996. 101,102с.*

Xulosa qilib aytganda, hosilaviy qimmatli qog'ozlar kelajakdagi narxlar o'zgarishidan hosil bo'luvchi riskni cheklashda sug'urta sifatida qo'llanilib, kompaniyalar ulardan o'z prognozlarini barqarorlashtirish va pul mablag'larining oqimini tartiblashtirish maqsadida foydalanishadi. Shunday ekan, forvard, fyuchers, opsiyon va svop bitimlarini amalga oshirilishi ularning egalariga qo'shimcha daromad topish imkoniyatini yaratadi. Lekin bunda ularning qiymatini hisoblash masalasiga alohida etibor qartilishi lozim bo'ladi.

MOLIYA BOZORI

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning iqtisodiy mohiyati va turlari.
2. Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning paydo bo'lishi va rivojlanishi.
3. Svoplar bo'yicha bazis aktivlar.
4. Valyutalar bo'yicha svop shartnomalarining qo'llanilishi.
5. Fyuchers shartnomalari bo'yicha bazis aktivlar.
6. Opsionlar turlari va ularning o'zaro farqli jihatlari.
7. Opsionlar bo'yicha bazis aktivlar.
8. Opsionlar va fyucherslarning o'zaro farqli xususiyatlari.
9. Opsion pozitsiyalarini izohlab bering.
10. Forvard bitimlarining qo'llanish xususiyatlari.

2. Har bir hosilaviy qimmatli qog'oz turi xususiyatlaridan kelib chiqqan holda quyidagi jadvalni to'ldiring.

Fyuchers	Opsion	Forvard	Svop
1	1	1	1
2	2	2	2
3	3	3	3
...

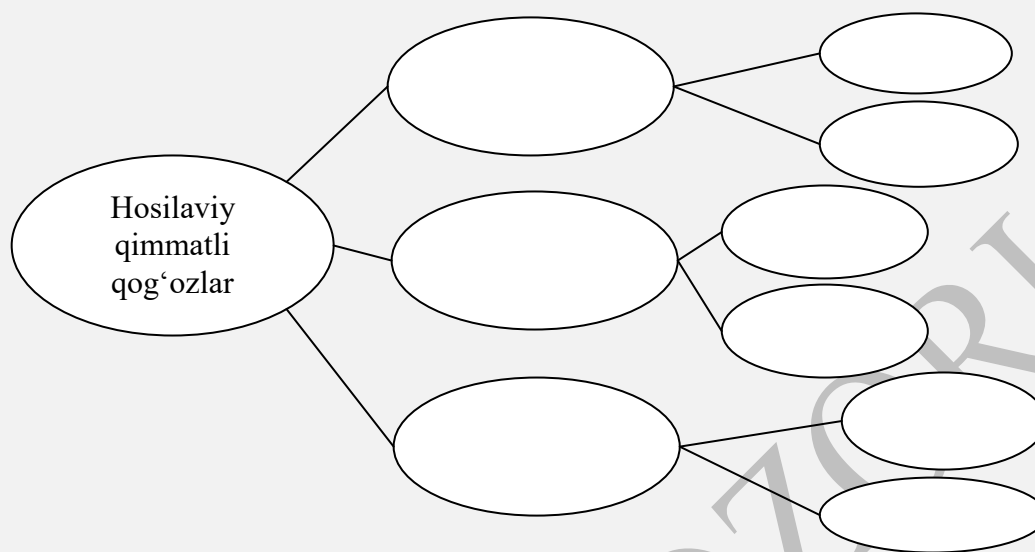
3. Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning afzalliklari va kamchiliklari bo'yicha quyidagi T-sxemani to'ldiring.

Afzalliklari	Kamchiliklari
1	1
2	2
3	3
...	...

4. Opsionlar va fyucherslarning umumiy va o'zaro farqli jihatlari bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Afzalliklari	Kamchiliklari
1	1
2	2
3	3
...	...

5. Hosilaviy qimmatli qog‘ozlar bozori iqtisodiy mohiyatini va xususiyatlarini o‘zida aks ettiruvchi klaster shakllantiring.



TESTLAR

1. Forvard shartnomalarining mohiyati to‘g‘ri keltirilgan javobni belgilang.

a) bu shartnomalar birjadan tashqarida tuziluvchi, kelajakda bazis aktivni yetkazib berish haqidagi tomonlarning kelishuvidir;

b) bu ikki tomonning oldindan kelishilgan shartlariga muvofiq kelajakda ma’lum bir to‘lovlarni va yoki bazis aktivlarni (kelishilgan miqdorda) almashtirish bo‘yicha bitimidir;

d) bu shunday shartnomalarki, uning natijasida qimmatli qog‘ozlarni sotib olish yoki sotish huquqi ma’lum bir mukofot evaziga sotib olinadi;

e) bu ikki tomon o‘rtasida bazis aktivni kelajakda yetkazib berish bo‘yicha birjada tuzilgan bitimdir.

2. Forvard shartnoma davrida daromad keltirmaydigan aktivlarning forvard narxini aniqlash formulasi to‘g‘ri keltirilgan javobni belgilang.

a) $F = S(1 + r \frac{t}{365});$

b) $F = S(1 + \frac{t}{365});$

d) $F = S(1 + r \frac{t}{365}) - Div;$

e) $F = S(1 + \frac{t}{365}) + Div.$

3. Forvard shartnoma davrida aksiyalarga dividend to‘lanishi forvard narxiga qanday ta’sir etadi?

a) forvard narxi to‘lanadigan dividendlar hajmiga muvofiq korrektirovka qilinadi;

b) to‘lanadigan dividendlar forvard narxiga ta’sir etmaydi;

d) forvard shartnomaning bazis aktivi sifatida aksiyalar qo‘llanilmaydi;

e) dividend qiymati aksiyalarning nominal qiymatidan yuqori bo‘lgandagina forvard narxi dividend hajmiga muvofiq korrektirovka qilinadi.

4. $D = \frac{Div}{1 + r_1(t_1 / 365)}$ formulasi nimani anglatadi?

a) forvard shartnomani imzolash davriga keltirilgan dividend qiymatini aniqlashni;

b) forvard shartnomasini yakunlangunigacha bo‘lgan davrni aniqlashni;

d) fyuchers shartnomasi davrida daromad keltiradigan aktivlarning fyuchers narxini aniqlashni;

e) dividend stavkasini aniqlashni.

5. Bazis aktivlarini moliyaviy instrumentlar, ya’ni qimmatli qog‘ozlar, fond indeksleri, valyutalar, bank depozitlari tashkil etuvchi muddatli shartnomalar nima deb ataladi?

a) moliyaviy fyuchers shartnomalari;

b) valyuta svopi shartnomalari;

d) forvard shartnomalari;

e) opsionlar.

6. Fyuchers narxini spot narxidan yuqori bo‘lish holati nima deb ataladi?

- a) kontango;
- b) bekuordeyshn;
- d) stredl;
- e) spred.

7. Bekuordeyshn atamasi qanday holatni anglatadi?

- a) Fyuchers narxini spot narxidan past bo‘lish holatini;
- b) Fyuchers narxini spot narxidan yuqori bo‘lish holatini;
- d) Spot narxini fyuchers narxidan past bo‘lish holatini;
- e) Spot narxini fyuchers narxidan yuqori bo‘lish holatini.

8. Svop shartnomalarining mohiyati to‘g‘ri keltirilgan javobni aniqlang.

a) bu ikki tomonning oldindan kelishilgan shartlariga muvofiq kelajakda ma’lum bir to‘lovlarni va yoki bazis aktivlarni (kelishilgan miqdorda) almashtirish bo‘yicha bitimidir;

b) bu shartnomalar standartlashtirilgan bo‘lib, ular faqatgina birja savdolarining obykti sifatida nomoyon bo‘ladi;

d) bu shartnomalarning o‘ziga xos xususiyati shundan iboratki, uning egasi qimmatli qog‘ozning o‘zini emas balki uni sotib olish yoki sotish huquqini ma’lum bir mukofot evaziga sotib oladi;

e) bu shartnomalar birjadan tashqarida tuziluvchi, kelajakda bazis aktivni yetkazib berish haqidagi tomonlarning kelishuvidir.

9. Svop shartnomalarida o‘zgaruvchan foiz stavkasi sifatida asosan qaysi foiz stavkasidan foydalaniladi?

- a) LIBOR;
- b) FIBOR;
- d) MIBOR;
- e) INSTAR.

10. Kompaniya svop shartnomasi doirasida qat’iy foizlarda to‘lab, o‘zgaruvchan foizlarda olsa, u holda svop narxini aniqlash formulasi to‘g‘ri keltirilgan javobni belgilang.

a) $P_c = S \times P_f - P_d$;

b) $P_c = S \times P_f - P_d$;

d) $P_c = \frac{S \times P_f}{P_d}$;

e) $P_c = P_f - P_d$.

VI BOB. IPOTEKA QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORI

6.1. Ipoteka bozori faoliyatining nazariy jihatlar

Mamlakatimizda iqtisodiy islohotlar bilan bir qatorda ijtimoiy sohani rivojlantirish, aholini uy-joy bilan ta'minlash bo'yicha ham qator islohotlar va chora-tadbirlar amalga oshirilib kelinmoqda. Bunda aholini uy-joy bilan ta'minlash maqsadida barcha hududlarda keng miqyosli ishlar davom ettirilayotganligini ham qayd etib o'tish zarur. Mazkur amaliyotda tijorat banklari faol ishtirok etayotganligi, ipoteka kreditlari taqdim etilayotganligi barchamizga ma'lum. Jahon amaliyotida ipoteka kreditlash amaliyoti bilan bir vaqtda ipoteka qimmatli qog'ozlari muomalasi ham keng doirada qo'llaniladi. Shundan kelib chiqqan holda quyida ipoteka qimmatli qog'ozlari muomalasi xususida fikr yuritamiz.

“Ipoteka – bu real aktiv bilan ta'minlangan uzoq muddatli kreditdir”.²³ Kengroq ta'kidlaydigan bo'lsak, “Ipoteka – majburiyatlarni ko'chmas mulk bilan ta'minlashning bir usuli bo'lib, bunda agar garovga qo'yuvchi o'z majburiyatlarini bajarmasa, garovga oluvchi o'z talablarini garovga qo'yilgan ko'chmas mulk hisobidan qondirish huquqiga ega bo'ladi”.²⁴ Ipoteka krediti – banklar tomonidan ko'chmas mulk garovi asosida ko'chmas mulkni sotib olish yoki qurish uchun beriladigan uzoq muddatli kredit turidir.²⁵ Bunda ipoteka krediti sotib olinayotgan ko'chmas mulk orqali beriladi va garov predmeti sifatida ko'chmas mulk amal qiladi.²⁶ Ipoteka krediti bo'yicha barcha majburiyatlar bajarilgach ko'chmas mulk ipoteka krediti oluvchining to'liq egaligigiga o'tadi.

²³ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 324*

²⁴ *Самтаров Б.К. Ўзбекистонда ипотека қимматли қоғозлари бозорини шакллантириш йўллари. И.ф.н. илмий даражасини олиш тақдим этилган дисс.автореферати. Т., 2012. Б. 8.*

²⁵ *Косарева Н.Б. Основы ипотечного кредитования. М.: ИНФРА-М, 2007. С.5.*

²⁶ *Гусева И.А. Финансовые рынки и институты. М.: Юрайт, 2018. С. 105.*

Ipoteka va ipoteka kreditlash amaliyotini moliyaviy ta'minlash maqsadida tijorat banklari tomonidan ipoteka qimmatli qog'ozlari muomalaga chiqarilishi mumkin. Bunday amaliyot xalqaro tajribada keng qo'llaniladi.

Ipoteka bozori rivojlanish jarayonida bir nechta muammolarga duch kelingan. Ya'ni "birinchidan, dastlabki vaqtda ipoteka miqdori jud past bo'lgan. Natijada ko'plab institutsional investorlar bunday kichik moliyaviy instrument ishlashni lozim tompagan.

Ikkinchi muammo ikkilamchi bozorda ipoteka savdolari bilan bog'liq bo'lib, bunda savdolarining standartlashtirilmaganligi salbiy ta'sir ko'rsatgan. Unda qoplash davrining, foiz stavkalarining, bitim shartlarining turlichaligi amal qilishi ipoteka bozori kengayishiga to'sqinlik qilgan.

Uchinchidan, ipoteka kreditlari xizmat ko'rsatish nuqtai nazaridan qimmatligi bilan ajralib turgan.

Ipoteka kreditlariga xizmat ko'rsatishni korporativ obligatsiyalarga xizmat ko'rsatish bilan solishtirilganda bunga yaqqol guvoh bo'lish mumkin. Kreditor har oylik to'lovni undirishi, mulk bo'yicha soliqlarni to'lashi, sug'urta mukofotlari to'lab borishi va zaxira hisobi bo'yicha xizmatlar ko'rsatishi lozim. Korporativ obligatsiyalar bo'yicha bunday emas.

Va nihoyat, to'rtinchidan, ipoteka bo'yicha noaniq to'lovga qobiliyatsizlik riski mavjud. Investorlar ipoteka bo'yicha kredit oluvchini baholashga ko'p vaqtlarini sarflashni xohlamaydilar. Bu muammolar ipoteka qimmatli qog'ozlari, shuningdek sekyuritizatsiyalashgan ipoteka yuzaga kelishiga olib keldi".²⁷

Ipoteka qimmatli qog'ozlari – bu, ipoteka amaliyotini moliyalashtirish maqsadida muomalaga chiqariladigan va uzoq muddatli ipoteka bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlardir.

Bunda ipoteka qimmatli qog'ozlari orqali jalb qilingan mablag'lar qayta moliyalashtirish natijasida ipoteka kreditlari taqdim etiladi. Ipoteka qimmatli qog'ozlari turlari va ularning tavsifini quyidagi jadvalda keltiramiz (6.1-jadval).

²⁷ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 336*

Ipoteka qimmatli qog'ozlari tasnifi va tavsifi²⁸

Ipoteka qimmatli qog'ozlari turlari	O'ziga xos xususiyatlari
1. <i>Garov qog'oz</i> (<i>varaqasi, xati</i>)	Egasi yozilgan va orderli qimmatli qog'ozlar belgilarini o'zida jamlagan, uzatuv yozuvlari orqali cheksiz muomalada bo'lish xususiyatiga egaligi unga vekselning ayrim hossalarni beradigan emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozdir
2. <i>Uy-joysertifikati</i>	Uy-joy sertifikatini uning birinchi egasi tomonidan muayyan uy-joy maydoni va joyda qurilayotgan yoki qayta qurilayotgan uyda qurish uchun mablag' ajratilganligini tasdiqlovchi emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozdir
3. <i>Ipoteka obligatsiyalari</i>	Majburiyatlarning bajarilishi ipoteka garov ta'minoti bilan ta'minlanadigan emissiyaviy qimmatli qog'ozdir
4. <i>Ishtirok etish ipoteka sertifikat</i>	Ipoteka ta'minoti umumiy mulkida o'z egasining ulush huquqini tasdiqlovchi egasi yozilgan emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozdir

Ipoteka qimmatli qog'ozlari ichida eng keng qo'llaniladigan qimmatli qog'oz turi bu ipoteka obligatsiyalaridir. Ipoteka obligatsiyalari muomalasi ipoteka kreditlari sekyuritizatsiyasi yuzaga kelishiga xizmat qiladi. Bunday amaliyot bozor iqtisodiyoti sharoitida quyidagilarga imkon beradi:

- aholi va tashkilotlarning bo'sh pul mablag'larini moliya bozoriga jalb qilish va daromadlilikni ta'minlash;
- uy-joy bozorini rivojlantirish asosida aholining uy-joyga talabini samarali qanoatlantirish;

²⁸ *Самтаров Б.К. Ўзбекистонда ипотека қимматли қоғозлари бозорини шакллантириш йўллари. И.ф.н. илмий даражасини олиш тақдим этилган дисс.автореферати. Т., 2012. Б. 8.*

- fond bozorida savdo qilinadigan moliyaviy instrumentlar turlarini ko'paytirish va hokozolar.

Ipoteka obligatsiyalari muomalasi bo'yicha shartlar ipoteka kreditlari shartlari bilan o'zaro muvofiqlikda belgilanishini ham shu o'rinda qayd etib o'tish lozim.

6.2. Ipoteka bozori modellari va qo'llanish xususiyatlari

Ipoteka amaliyotining yuzaga kelishi Qadimgi Gretsiyada yerga egalik qilish va quldorlik bilan o'zaro bog'lanadi. Bunda qarzga yer olgan shaxs o'z vaqtida qarzini qaytara olmagan holatda qullikka olingani manbalarda qayd etiladi. Qadimgi Rim, umuman Yevropada esa ipoteka amaliyoti o'rta asrlardan boshlab qo'llanilganligi ta'kidlanadi.

Ipoteka kreditlari bo'yicha qayta moliyalashtirish tizimi Amerika qo'shma shtatlarida 1930-yillardan boshlab keng qo'llanila boshlangan. Aynan shu davrdan boshlab mamlakatda ipoteka kreditlash amaliyotini qo'llab-quvvatlash maqsadida ixtisoslashgan tashkilotlar, shu jumladan ipoteka agentliklari tashkil etiladi. AQSHda ipoteka kreditlari bozori rivojlangan ipoteka obligatsiyalari bozori asosida faoliyat yuritadi. Chunki ipoteka obligatsiyalari ipoteka kreditlashini amalga oshirishda banklarning qayta moliyalashtirishini ta'minlaydi.

Rivojlanish bosqichlarini bosib o'tgan ipoteka bozori amaliyotida bugungi kunda banklar eng faol ishtirokchiga aylangan. Keltirilayotgan bu jihatlar ipoteka bozori modellari shakllanishiga xizmat qilgan.

Bunda "uchta model ajratib ko'rsatiladi: an'anaviy model (bitta bosqichli, yevropa modeli), ikki bosqichli model (amerika modeli) hamda ssuda-jamg'arma modeli".²⁹

Ipoteka bozori bo'yicha an'anaviy model (bitta bosqichli, yevropa modeli) bankning ta'minlangan obligatsiya tipidagi qimmatli qog'ozlarni mustaqil chiqarishi va shu asosda garovga qo'yilayotgan ko'chmas mulkni kreditga berishi bilan tavsiflanadi. Bu model nemis modeli deb ham ataladi. Mablag'lar jalb qilish va kredit berish muddatlari o'rtasida vaqtinchalik farq mavjudligi, bank uchun kredit

²⁹ Гусева И.А. Финансовые рынки и институты. М.: Юрайт, 2018. С. 109-111.

va foiz riskining yuqoriligi kabilar mazkur modelning kamchiliklari hisoblanadi. Lekin bu model asosida ipoteka kreditlashni tashkil etish nisbatan jahon amaliyotida keng qo'llaniladi. Uning keng qo'llanilishi sabablaridan biri Yevropada umumiy amaliyot sifatida uzoq muddatli kreditlar bo'yicha suzib yuruvchi foiz stavkalari, banklar uchun eng yuqori riskni chegaralash kabilarning qo'llanilishidir. Yevropada ipotekaga asoslangan eng yirik obligatsiyalar bozori Germaniya bozoridir. Ko'chmas mulk bilan bog'liq operatsiyalarni moliyalashtirish uchun nemis ipoteka banklari chiqaradigan obligatsiyalar keng jamoatchilik o'rtasida savdoga chiqariladi.

Ikki bosqichli model (amerika modeli) ipoteka bozorining berilgan ipoteka kreditlarini qayta moliyalashtirish ko'chmas mulk bilan ta'minlangan ikkilamchi qimmatli qog'ozlar bozori hisobiga amalga oshirilishi bilan tavsiflanadi. Bu modelning asosida risklarni taqsimlash g'oyasi yotadi. Ipoteka krediti beruvchi bank uni sekyuritizatsiya o'tkazish uchun tashkil etilgan maxsus tashkilotlar, ya'ni ipoteka agentlariga sotadi. Ipoteka agentlari o'z navbatida ipoteka qimmatli qog'ozlarini chiqaradilar va ularni bozorda sotadilar hamda bankni qayta moliyalashtiradi. Natijada ipoteka krediti bank balansidan chiqarilib, ipoteka balansiga kirim qilinadi. Kredit o'tkazilgan vaqtdan boshlab bankda bu amaliyot bo'yicha hech qanday risk qolmaydi va yangi moliyalashtirishga ega bo'ladi. Amaliyot natijasida foydaning bir qismiga ipoteka agentiga taqsimlanadi. Agarda kredit bo'yicha defolt (qaytamaslik) holati yuzaga keladigan bo'lsa, zarar ipoteka agenti zimmasiga tushadi.

Amerika qo'shma shtatlarida ipoteka agentlarining keng tarmog'i mavjud bo'lib, ulardan eng yiriklari Uy-joy ipoteka krediti federal korporatsiyasi (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac), Federal milliy ipoteka assotsiatsiyasi (Federal National Mortgage Association, Fannie Mae), Davlat milliy ipoteka assotsiatsiyasi (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae) kabilar tilga olinadi.

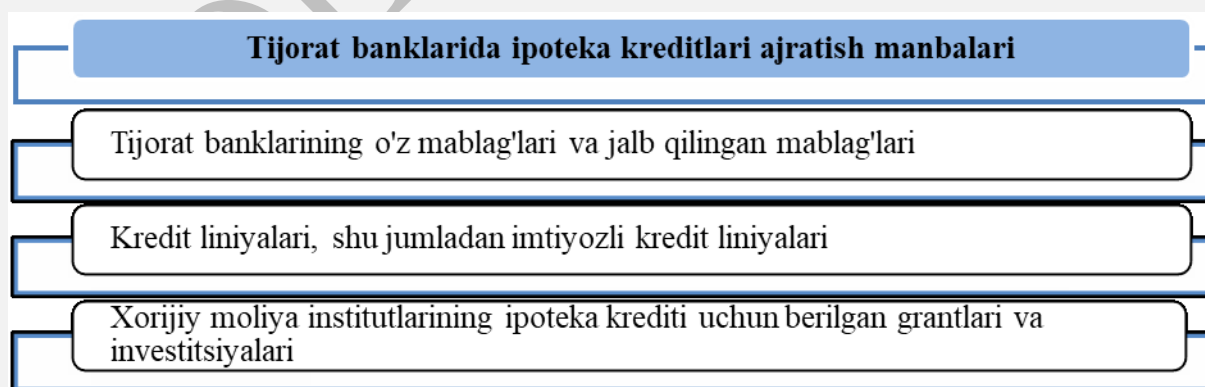
Ssuda-jamg'arma modelida ipoteka kreditlarini qayta moliyalashtirish ipoteka qimmatli qog'ozlari hisobiga emas, balki aniq maqsadli yo'naltirilgan tartibda tashkil etiladigan o'zaro yordam kassalari tamoyili bo'yicha kelgusi qarz oluvchilarning jamg'armalarini jalb

qilish hisobiga amalga oshiriladi. Masalan, Fransiyada uy-joy jamg'arma hisobraqamlarining bir necha turlaridan foydalaniladi. Bunda 150 ming yevro miqdorida ipoteka kreditlari olishga da'vogarlik qilish uchun 100 ming yevrogacha mablag' jamg'arish mumkin bo'lgan jamg'arma omonatlari – jamg'arma daftarchalari amal qiladi. Bunda asosiy shart sifatida jamg'arma omonatlari miqdori belgilangan ko'rsatkichga yetishiga e'tibor qaratiladi. Ipoteka krediti olishning yana bir usuli uy-joy jamg'armasi rejasini ro'yxatga olish va jamg'arma 400 ming yevroga yetgach, 600 ming yevro miqdoridagi ipoteka krediti olishga ariza taqdim etish mumkinligi bilan izohlanadi. Bundan ko'rinib turibdiki ipoteka bozorida ikkala tomon, ya'ni qarz oluvchi qarz beruvchining birgalikdagi faoliyati ko'zga tashlanadi.

6.3. Mamlakatimizda ipoteka bozori amaldagi holati

Mamlakatimizda ipoteka kreditlash amaliyoti to'g'ridan-to'g'ri kreditlash amaliyotiga asoslanib, O'zbekiston Respublikasining 2006 yil 4 oktyabrdagi "Ipoteka to'g'risida"gi Qonuni, Vazirlar mahkamasining 2007 yil 3 yanvardagi "Uy-joy qurilishiga, uni rekonstruksiya qilishga va sotib olishga ipoteka krediti berish to'g'risidagi nizomni tasdiqlash haqida" gi 2-sonli qaroriga asosan tartibga solinadi.

Mamlakatimizdagi tijorat banklari tomonidan ipoteka kreditlari quyidagilar hisobidan beriladi (6.1-rasm).



6.1-rasm. Tijorat banklari tomonidan ipoteka kreditlari berish manbalari

Yuqoridagilardan ham ko'rish mumkinki, banklar tomonidan bevosita ipoteka kreditlarini moliyalashtirish yoki qayta moliyalash-

tirish maqsadida ipoteka qimmatli qog'ozlari muomalasi yo'lga qo'yilmagan.

2005 yilda ATB O'zuyjoyjamg'armabank va ATB Zaminbankning birlashuvi natijasida tashkil etilgan ATIB Ipotekabank faoliyatiga e'tibor qaratadigan bo'lsak, faqat bir marta 2010 yilda korporativ obligatsiyalar muomalaga chiqarilgan 5 yildan so'ng 2015 yilda so'ndirilgan. Ipoteka obligatsiyalari birorta ham bank tomonidan muomalaga chiqarilmagan.

Ipoteka krediti berishda bankning (ipotekaga oluvchining) ipoteka bilan ta'minlangan majburiyati bo'yicha huquqlari garov xati bilan tasdiqlanishi mumkin. Garov xati qarz oluvchi (ipotekaga qo'yuvchi) tomonidan tuziladi va ipoteka davlat ro'yxatidan o'tkazilgandan keyin, qarz oluvchi (ipotekaga qo'yuvchi) hamda bank (ipotekaga oluvchi) ishtirokida ro'yxatdan o'tkazuvchi organ tomonidan rasmiylashtiriladi va bankka (ipotekaga oluvchiga) beriladi.

Ipoteka krediti uchun berilgan xalqaro va xorijiy moliya institutlari mablag'lari hisobiga tijorat banki tomonidan beriladigan ipoteka krediti miqdori ushbu mablag'larni berish to'g'risida tijorat banki va ko'rsatib o'tilgan moliya institutlari o'rtasida tuzilgan tegishli shartnomalar shartlaridan kelib chiqqan holda belgilanadi.

Ariza beruvchi tijorat banklarining o'z mablag'lari va jalb etilgan mablag'lari hisobiga ipoteka krediti olish uchun:

- quriladigan, sotib olinadigan uy-joy yoki ko'p kvartirali uydagi kvartira qiymatining;
- uy-joyni rekonstruksiya qilish qiymatining kamida 25 foizi miqdoridagi o'z mablag'iga ega bo'lishi kerak.

Ushbu mablag'lar ariza beruvchining nomiga bankda ochilgan jamg'arma omonat hisob raqamida milliy yoki chet el valyutasida mavjud bo'lishi, shuningdek qurilayotgan uy-joy smeta qiymatining yoki rekonstruksiya qilish qiymatining 25 foizidan kam bo'lmagan miqdorda ariza beruvchi tomonidan o'z mablag'lari hisobiga sotib olingan qurilish materiallari tarzida bo'lishi mumkin.

2017-2021 yillarda O'zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo'yicha Harakatlar strategiyasida aholi, eng avvalo, yosh oilalar, eskirgan uylarda yashab kelayotgan fuqarolar va uy-joy sharoitini yaxshilashga muhtoj boshqa fuqarolarning yashash sharoitini

imtiyozli shartlarda ipoteka kreditlari ajratish hamda shahar va qishloq joylarda arzon uylar qurish orqali yanada yaxshilash masalasi mamlakatimizda ijtimoiy sohani rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlaridan biri sifatida belgilangan. Shundan kelib chiqqan holda respublikamizda aholini munosib uy-joy bilan ta'minlashga alohida e'tibor qaratilayotgan bir vaqtda xorijiy mamlakatlarda keng qo'llanilayotgan amaliyotlarni mamlakatimizda ham qo'llash moliya bozori va ko'chmas mulk bozori rivojlanishida ahamiyat kasb etadi. Bunda yuqorida ta'kidlanganidek aholi bo'sh mablag'larini jalb qilish hisobiga qimmatli qog'ozlar bozori yangi segmenti yuzaga kelishiga erishiladi.

MOLIYA BOZORI

AMALIYOT DARSİ UCHUN TOPSHIRIQLAR

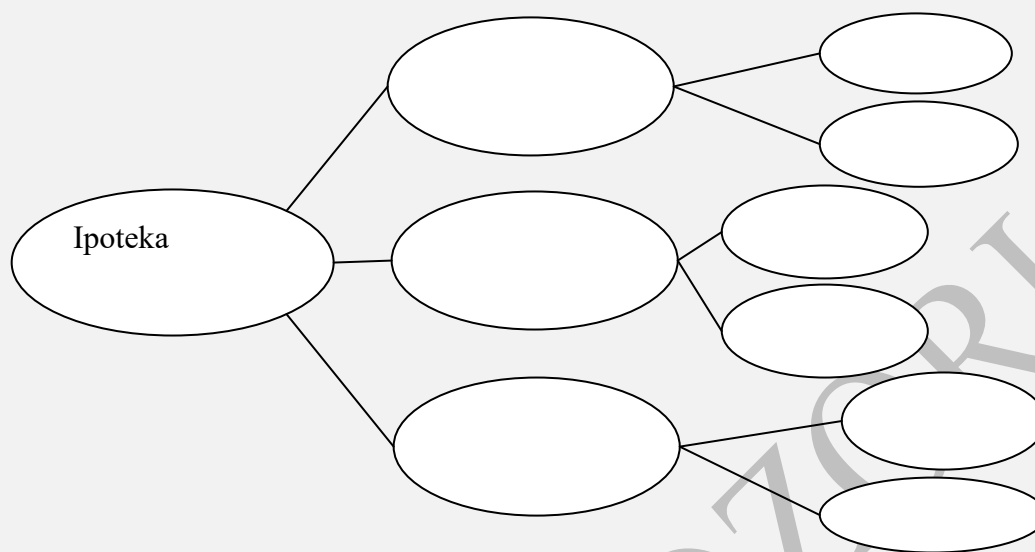
1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Ipoteka bozorining vujudga kelishi.
2. Ipoteka bozorining amal qilish mexanizmi.
3. Ipoteka qimmatli qog'ozlarining turlari.
4. Ipoteka bozori modellarining qo'llanish xususiyatlari.
5. Rivojlangan davlatlarda ipoteka agentlari faoliyati.
6. Ipoteka bozori Fransiya tajribasi.
7. Ipoteka bozori AQSH tajribasi.
8. Ipoteka bozori ssuda-jamg'arma modeli.
9. Ipoteka obligatsiyalarini muomalaga chiqarish va joylashtirish.
10. Mamlakatimizda ipoteka bozori joriy holati.

2. Ipoteka qimmatli qog'ozlari turlari bo'yicha mos javoblarni belgilang.

Ipoteka qimmatli qog'ozlari turlari	O'ziga xos xususiyatlari
1. <i>Garov qog'ozı (varaqaşı, xatı)</i>	Majburiyatlarning bajarilishi ipoteka garov ta'minoti bilan ta'minlanadigan emissiyaviy qimmatli qog'ozdir
2. <i>Uy-joy sertifikatı</i>	Ipoteka ta'minoti umumiy mulkida o'z egasining ulush huquqini tasdiqlovchi egasi yozilgan emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozdir
3. <i>Ipoteka obligatsiyalari</i>	Egasi yozilgan va orderli qimmatli qog'ozlar belgilarini o'zida jamlagan, uzatuv yozuvlari orqali cheksiz muomalada bo'lish xususiyatiga egaligi unga vekselning ayrim hossalarni beradigan emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozdir
4. <i>Ishtirok etish ipoteka sertifikatı</i>	Uy-joy sertifikatı uning birinchi egasi tomonidan muayyan uy-joy maydoni va joyda qurilayotgan yoki qayta qurilayotgan uyda qurish uchun mablag' ajratilganligini tasdiqlovchi emissiyalanmaydigan qimmatli qog'ozdir

3. Ipoteka bozori amal qilishi, ipoteka qimmatli qog'ozlari qo'llanilishi bo'yicha klaster shakllantiring.



TESTLAR

1. Ipoteka – bubilan ta'minlangan uzoq muddatli kreditdir. Nuqtalar o'rnida qanday ibora bo'lishi lozim?

- a) real aktiv; b) moliyaviy aktivlar;
d) nomoddiy aktivlar; e) naqd pullar.

2. Banklar tomonidan ko'chmas mulk garovi asosida ko'chmas mulkni sotib olish yoki qurish uchun beriladigan uzoq muddatli kredit turi.

- a) ipoteka krediti; b) bank krediti;
d) tijorat krediti; e) rollover kreditlari.

3. Ipoteka kreditida garov predmeti sifatida nima amal qiladi?

- a) ko'chmas mulk; b) naqd pullar;
d) qimmatli qog'ozlar; e) texnika.

4. Ipoteka kreditlari bo'yicha qayta moliyalashtirish sxemasi dastlab qayerda va qachon qo'llanila boshlangan?

- a) Amerika qo'shma shtatlarida 1930-yillardan boshlab;

- b) Buyuk Britaniyada 1940-yillardan boshlab;
- d) Yaponiyada 1950-yillardan boshlab;
- e) Italiyada 1920-yillarda.

5. Ipoteka bozori modellari keltirilgan qatorni aniqlang.

- a) an'anaviy model, ikki bosqichli model, ssuda-jamg'arma modeli;
- b) an'anaviy model, uch bosqichli model, ssuda-jamg'arma modeli;
- d) an'anaviy model, ssuda-jamg'arma modeli;
- e) an'anaviy model, ikki bosqichli model.

6. Ipoteka bozorida bankning ta'minlangan obligatsiya tipidagi qimmatli qog'ozlarni mustaqil chiqarishi va shu asosda garovga qo'yilayotgan ko'chmas mulkni kreditga berishi bilan tavsiflanuvchi model nima deb ataladi?

- a) yevropa modeli;
- b) amerika modeli;
- d) ssuda jamg'arma modeli;
- e) aralash yoki gibrid model.

7. Yevropada ipotekaga asoslangan eng yirik obligatsiya bozorini aniqlang.

- a) Germaniya bozori;
- b) Fransiya bozori;
- d) Italiya bozori;
- e) Angliya bozori.

8. Agarda ipoteka krediti bo'yicha defolt (qaytarmaslik) holati yuzaga keladigan bo'lsa, zarar kimning zimmasiga tushadi?

- a) ipoteka agenti;
- b) mulkdor;
- d) investor;
- e) kreditor.

9. Ariza beruvchi tijorat banklarining o'z mablag'lari va jalb etilgan mablag'lari hisobiga ipoteka krediti olish uchun uy-joyni rekonstruksiya qilish qiymatining kamida necha foiz miqdoridagi o'z mablag'iga ega bo'lishi kerak?

- a) 25 foiz;
- b) 35 foiz;
- d) 50 foizda;
- e) 15 foizda.

10. Majburiyatlarning bajarilishi ipoteka garov ta'minoti bilan ta'minlanadigan emissiyaviy qimmatli qog'oz turi qanday nomlanadi?

- a) ipoteka obligatsiyalari;
- b) garov qog'oz (varaqa, xati);
- d) uy-joy sertifikat;
- e) ishtirok etish ipoteka sertifikat.

11. ATIB Ipotekabank korporativ obligatsiyalarini muomalaga chiqarish va so'ndirish muddatlari mos ravishda keltirilgan javobni belgilang?

- a) 2010, 2015 yillar;
- b) 2015, 2017 yillar;
- d) 2001, 2006 yillar;
- e) 2008, 2010 yillar.

MOLIYA BOZORI

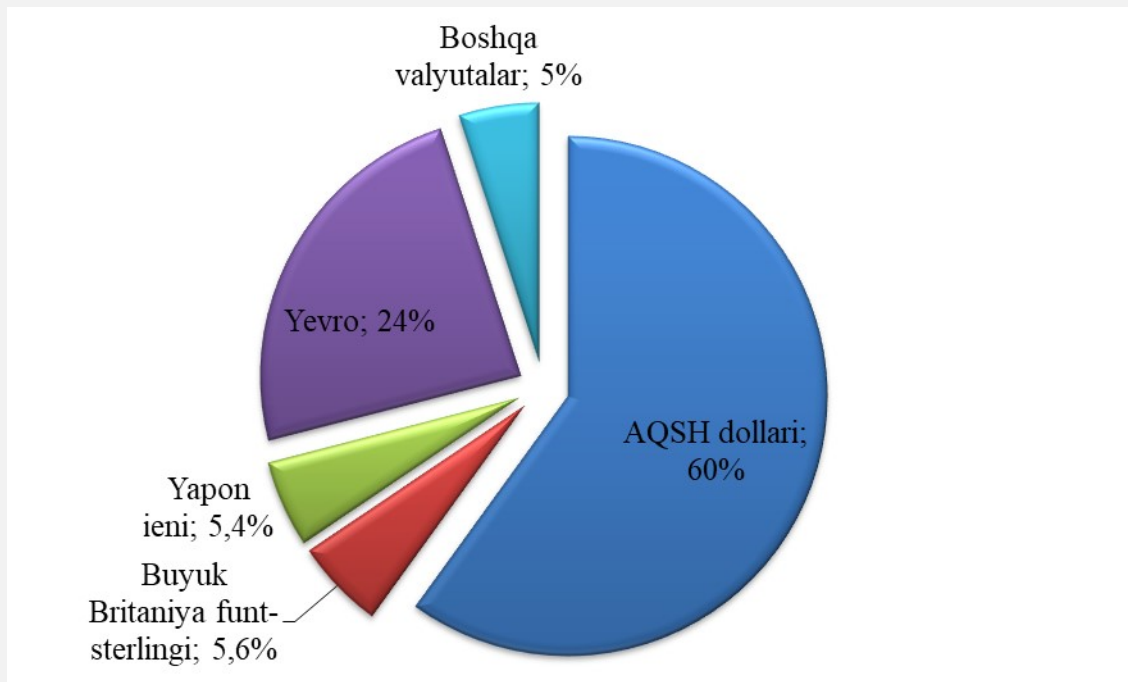
VII BOB. XORIJIY VALYUTA BOZORI

7.1. Xorijiy valyutalar bozori tashkiliy jihatlari

Dunyodagi aksariyat mamlakatlarning o'zlarining milliy valyutalari mavjud. Masalan: AQSHda AQSH dollari; Yevropa ittifoqida yevro; Brazilyada real; Rossiyada rubl; Xitoyda yuan va boshqalar. Ushbu mamlakatlar orasida amalga oshiriladigan savdo sotiqalar turli xil valyutalarni ayriboshlash (yoki boshqa valyutadagi bank depozitlarini shakllantirish) jarayonlarini o'z ichiga oladi. Agarda Braziliyadagi biror bir firma xorijiy mamlakatdan biror bir mahsulot yoki aktivni sotib oladigan bo'lsa, Braziliya reali yoki ushbu valyutadagi bank depoziti boshqa valyutaga ayriboshlanadi. Valyutalar hamda ma'lum bir valyutada shakllantirilgan bank depozitlari savdosi xorijiy valyuta bozori (FOREX)da amalga oshiriladi.

Xalqaro valyuta bozori yuqorida ta'kidlanganidek turli mamlakatlarning valyutalari oldi sotdisi amalga oshiriladigan bozor hisoblanadi. Dastlab Foreks faqatgina sayohat qiluvchilar yoki savdogarlar tomonidan o'z davlatlaridan boshqa davlatga borganlarida valyutani ayriboshlash uchun ishlatilgan. Hozirgi kunda esa bu atama asosan investitsiya kiritib, foyda olish mumkin bo'lgan manba sifatida qaraladi. Statistika ma'lumotlariga nazar soladigan bo'lsak, foreksda o'z faoliyatini boshlaydigan yangi treyderlarning aksariyat qismi aniqrog'i 90-95 foizi o'z pullarini qanday qilib yo'qotganini tushunmagan holda ushbu bozorni tark etishadi. Bugungi kunda foreks dunyoning eng katta moliyaviy bozori hisoblanib, undagi kunlik o'rtacha tranzaksiyalar miqdori taxminan 5 trillion AQSH dollarini tashkil etadi (2018 yil yanvar holatiga ko'ra) va bu ko'rsatkich yil sayin oshib bormoqda. Fond birjasidan farqli o'laroq, valyuta bozori tartibga solinmagan bozor hisoblanadi. Har bir tranzaksiya yopiq tarzda bo'lib, tomonlarning kelishuviga ko'ra amalga oshiriladi. Xalqaro valyuta bozori kuniga 24 soat, haftasiga 5,5 kun ishlaydi ya'ni yakshanba kuni 12:00 so'ng jumaga qadar ishlaydi. Foreksda markaziy banklardan

tortib individual investorlar kabi bir qator ishtirokchilar valyutalar bo'yicha kelishuvlarni amalga oshiradi. Davlatlar Markaziy banklarining o'z valyuta zaxiralarini qaysi valyutada shakllantirishidan kelib chiqqan holda Foreksda asosan qaysi valyutalar qatnashishini bilib olish mumkin.



7.1-rasm. Dunyo bo'yicha markaziy banklar zaxiralari shakllantirilgan valyutalar bo'yicha ma'lumot³⁰

7.1-rasm ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki ushbu valyutalar orasida eng keng tarqalgan valyuta AQSH dollari bo'lib, 60% davlatlarning markaziy banklaridagi valyuta zaxirasi ushbu valyutada shakllantiriladi, undan keyingi o'rinda yevro bo'lib, yevroda shakllantirilgan valyuta zaxiralari 24%ni tashkil etadi. Uchinchi va to'rtinchi o'rinlarda Yapon ieni hamda Buyuk Britaniya funt sterlingi bo'lib, ushbu valyutada shakllantirilgan zaxiralar mos ravishda 5,4% va 5,6%ni tashkil qiladi. Boshqa valyutalarda shakllantirilgan zaxiralar ulushi 5%ga to'g'ri keladi. Shundan kelib chiqadigan bo'lsak, foreksdagi asosiy operatsiyalarda AQSH dollari ishtirok etadi. Aniqroq aytadigan bo'lsak foreksdagi taxminan 85 foiz bitimda AQSH dollari

³⁰ <https://www.bbva.com/en/foreign-currency-market-work/>

ishtirok etadi, undan keyingi o‘rinda yevro bo‘lib, u qariyb 39 foizni tashkil etadi. Uchinchi o‘rinda Yapon iyesi bo‘lib, uning hisobiga to‘g‘ri keladigan ulush 19 foizni tashkil etadi.

Xorijiy valyuta bozorida amalga oshirilgan tranzaksiyalar valyutalarning ayriboshlash kursini belgilab beradi. Xorijiy valyuta bozorida ikki xil ayriboshlash kurslari tranzaksiyalari mavjud. Predominant tranzaksiyalar, **spot tranzaksiyalari** deb ham yuritiladi, bunga ko‘ra tranzaksiyalar tezda ya‘ni ikki kunda amalga oshiriladi. Ikkinchisi esa **Forvard tranzaksiyalar** bo‘lib, bu yerda ayriboshlash kelajakdagi belgilangan muddatda amalga oshiriladi. **Spot ayriboshlash kursi** spot tranzaksiyalari uchun belgilangan kurs, **forvard ayriboshlash kursi** forvard tranzaksiyalari uchun ayriboshlash kursi hisoblanadi. Ma‘lum bir sabablarga ko‘ra valyutaning qadri oshishi yoki tushishi mumkin. Misol uchun: 1999 yilning boshida bir yevro \$1.18ga teng bo‘lgan va 2010-yilning 23-iyuniga kelib esa bir yevro \$1.23 teng deb baholangan. Bu shuni anglatadiki yevroning qadri AQSH dollariga nisbatan 4% ga oshgan: $(1.23-1.18)/1.18=0.04=4\%$.

Ayriboshlash kurslarining muhim jihati shundaki ular mahalliy hamda xorijiy mahsulotlar bahosiga ta‘sir qiladi. Misol uchun Fransiyada ishlab chiqarilgan mahsulotning AQSH dollaridagi bahosi ikkita omil ta‘sirida belgilanadi: ushbu fransuz mahsulotining yevrodagi bahosi hamda yevro va dollar o‘rtasidagi ayriboshlash kursi.³¹

Tasavvur qilamiz: Amerikalik firma Fransuz mahsulotini sotib olishni rejalashtirmoqda. Agarda ushbu mahsulotning bahosi 1000 yevro hamda yevro va dollar o‘rtasidagi ayriboshlash kursi €1=\$1.18ga teng. Amerikalik firma ushbu mahsulotni sotib olishni 2 oyga kechiktirdi. Bu orada esa yevroning qadri dollarnikiga qaraganda oshdi va ular orasidagi ayriboshlash kursi quyidagi holatga keldi: €1=\$1.4. Agarda mahsulotning mahalliy narxi 1000 yevroligicha saqlanib qolgan bo‘lsa, uning dollardagi narxi 1 180 dollardan 1 400 dollarga oshadi. Barcha bozorlarda sotish va sotib olish narxleri orasida farq bo‘lgani kabi foreksda ham sotish va sotib olish narxleri

³¹ *Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall 2013, P. 345.*

orasida farq mavjud hamda ushbu narxlar va ular orasidagi farq quyidagicha nomlanadi:

Sotib olish narxi - ask price, Sotish narxi- bid price. Ular orasidagi farq- spread Ular quyidagi ko‘rinishda bo‘ladi (7.1-jadval).

7.1-jadval

Xorijiy valyuta kurslarining belgilanishi va ular orasidagi farq

Valyutalar juftligi	Sotish narxi	Sotib olish narxi	Ular orasidagi farq
EUR/USD	1.3350	1.3354	0.030%
USD/EUR	0.7487	0.7489	0.027%
USD/JPY	99.16	99.19	0.030%
JPY/USD	0.0101	0.0101	0.000%
USD/GBP	0.6289	0.6289	0.000%
GBP/USD	1.5904	1.5906	0.013%

7.2. Valyuta bozorida savdoni amalga oshirish tartibi

Ayriboshlash kurslarini qay tartibda belgilanishini yoki o‘zgarishini biror bir belgilangan joyga borib kuzatishning imkoni yo‘q. Sababi valyutalarni ayriboshlash Nyu York, Tokyo va shu kabi boshqa birjalarda amalga oshirilmaydi. Aksincha, xalqaro valyuta bozori birjadan tashqari tartibga solingan bozor (over-the-counter) hisoblanaadi. Ushbu bozorda yuzlab dillerlar (asosan banklar) xorijiy valyutadagi depozitlarni sotish va sotib olishga tayyor turishadi. Ushbu dillerlar asosan kelishuvlarni telefon va kompyuterda amalga oshirishadi. Ushbu bozorning funksiyalari markazlashgan bozor funksiyalaridan farq qilmaydi. E’tibor qaratilishi lozim bo‘lgan holat, banklar, kompaniyalar va hukumatning xalqaro valyuta bozorida valyutalarni sotib olishi hamda sotishi haqida so‘z yuritilganda bu yerda ularning valyutani o‘zini sotib olishi nazarda tutilmaydi. Ya’ni bank dollar sotib oldi deyilganda bankning *dollarda shakllantirilgan depozitni* sotib olganligi nazarda tutiladi.

Odatda xalqaro valyuta bozorida tranzaksiyalarning miqdori \$1 milliondan oshadi. Xalqaro valyuta bozorida belgilanadigan ayribosh-

lash kurslari bilan banklar valyuta ayriboshlash shahobchalardagi ayriboshlash kurslarining o'rtasida farq mavjud. Ya'ni banklarda belgilangan kurs valyuta bozoridagi kursdan balandroq bo'ladi. Sababi bank o'zidagi ayribo'lash kurslarini o'zining siyosatidan kelib chiqqan holda ham belgilashi mumkin. Misol sifatida O'zbekiston tijorat banklaridagi ayriboshlash kurslari orasida farqni ko'rsatishimiz mumkin. Foreksda esa asosan yirik hajmdagi tranzaksiyalar amalga oshirilganligi sababli, ayriboshlash kurslari tijorat banklaridagi kursga nisbatan biroz past bo'ladi.

Xalqaro valyuta bozorida ayriboshlash kurslarining belgilanishi³²ga to'xtalib o'tamiz. Erkin bozorda har qanday aktiv va mahsulotning narxining belgilanishi kabi valyutalar bo'yicha ayriboshlash kurslari ham talab va taklifdan kelib chiqqan holda belgilanadi. Ayriboshlash kurslarining belgilanilishi bo'yicha bir qator nazariyalar mavjud. Birinchi nazariya *yagona narx* nazariyasi hisoblanadi. Unga ko'ra agarda ikkita mamlakat bir xil turdagi mahsulot ishlab chiqarsa va mahsulotni yetkazib berish (transportirovka) xarajatlari kam bo'lsa hamda savdo to'siqlari mavjud bo'lmasa, ushbu mahsulot qaysi mamlakatda ishlab chiqazilganidan qat'iy nazar barcha mamlakatlarda narxi bir xil bo'ladi. Tasavvur qilamiz Amerikada ishlab chiqarilgan bir tonna po'latning narxi \$100, shunga o'xshash Yaponiyada ishlab chiqarilgan po'latning bir tonnasining narxi 10 000 iyen (Yaponiya pul birligi) deb baholanmoqda. Yagona narx qonuniga amal qiladigan bo'lsak, dollar va iyen o'rtasidagi ayriboshlash kursi $100\text{iyen}=\$1$ ($\$0.01=1\text{iyen}$) bo'lishi kerak. Bundan kelib chiqadigan bo'lsak, Yaponiyada bir tonna amerika po'lati 10 000 iyendan sotilsa, AQSHda bir tonna yapon po'lati \$100 dan sotilishi lozim. Agarda ushbu valyutalar orasidagi ayriboshlash kursi $200\text{iyen}=\$1$ bo'lsa, Yaponiya po'latining bir tonnasi AQSHda \$50 dan sotiladi ya'ni ushbu narx AQSH po'latidan ikki barobar arzon bo'ladi, shu bilan bir qatorda AQSHda ishlab chiqarilgan po'latning bir tonnasi Yaponiyada 20 000 iyen ya'ni Yaponiya po'latidan ikki barobar qimmatga sotiladi. Natijada, narxi yuqori bo'lganligi uchun AQSHda ishlab chiqarilgan po'latga bo'lgan talab keskin ravishda pasayib

³² *Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall 2013, P. 348.*

ketadi va bu holat faqatgina \$0.01=1yen bo‘lgandagina barqarorlashadi ya’ni ikkala mamlakatda ham ushbu mahsulot bir xil narxda sotiladi.

Valyutalar ayriboshlash kurslarining belgilanishi bo‘yicha keyingi nazariya bu *xarid qila olish pariteti nazariyasi* hisoblanadi. Ushbu nazariya yagona narx nazariyasiga o‘xshash bo‘lib, bunda bir davlatda narxlarining ikkinchi mamlakatdagi narxlarga nisbatan oshishi uning valyutasining ikkinchi davlat valyutasiga nisbatan devolivatsiya ya’ni qadrining pasayishiga (ikkinchi mamlakat valyutasining birinchisining valyutasiga nisbatan qadrining oshishiga) olib keladi. Birinchi misolga qaytadigan bo‘lsak, Yaponiyada narxlarning AQSHdagiga nisbatan 10 foizga oshishi, AQSH dollarining Yapon iyeniga nisbatan 10 foizga oshishi (Yapon iyenining AQSH dollariga nisbatan 10 foizga pasayishi)ga olib keladi.

Yuqori ta’kidlanganidek, foreksda valyutalar ayriboshlash orqali foyda ko‘riladi, ya’ni ularning ayriboshlash kurslari orasidagi farqni to‘g‘ri taxmin qila oladigan investorlar bu vaziyatda yetarlicha foyda ko‘rishlari mumkin (7.2-jadval).

7.2-jadval

Foreksda daromad olish bosqichlari³³

Treydning amalga oshirgan operatsiyalari	Yevro	AQSH dollari
1EUR/1.1800USD kursida 10 000 yevro xarid qildi	+10 000	-11 800
Ushbu valyutalar orasidagi ayriboshlash kursi 1EUR/1.2500USD bo‘lganda hisobidagi mablag‘ni qayta AQSH dollariga ayriboshladi	-10 000	+12 500
Foyda miqdori	0	+700

Bir qarashda foreksda daromad ko‘rishdan osonroq ishning o‘zi yo‘qdek tuyulsada, buning uchun yetarlicha tahlil qila olish qobiliyatiga ega bo‘lish talab etiladi. Foreksda treyder o‘zi uchun valyutalar juftligini tanlab olishi zarur. Misol uchun, yevro va AQSH

³³ <https://www.babypips.com/learn/forex/make-money-trading-forex>

dollari, shunda ularning valyuta juftligining foreksdagi ko‘rinishi EUR/USD bo‘ladi. Foreksda daromad olish uchun ushbu valyutalardan birini arzonga sotib olish va yuqoriroq kursda sotish yoki yuqoriroq kursda sotib, keyin arzon kursda sotib olish talab etiladi. Agarda treyder narxning harakatlanish yo‘nalishini to‘g‘ri tahlil qilib aniqlay olsa, unda u daromad ko‘radi, aks holda u o‘z mablag‘ining bir qismini yo‘qotadi. Shu tarzda treyder nafaqat valyuta kursining oshishidan, balki pasayishidan ham daromad olishi mumkin.

Haqiqiy savdo hisob-varag‘i ochilgandan so‘ng savol tug‘iladi: “Foreksda valyuta kurslarining farqida spekulyatsiya harakatlarining barcha turlari to‘g‘risida bilmasdan turib qanday qilib pul ishlash mumkin?”. Umuman va yaxlit holda Foreks bozorida savdo qilish mutlaqo oson. Agar treyder kotirovkalarning harakati yo‘nalishini oddiygina oldindan tahlil qilish orqali yoki taxmin qilish orqali aniqlay olsa, unda uning savdosi muvaffaqiyatli va daromadli bo‘ladi. Agar treyder yevroning qiymati pasayayotganini sezsa, u darhol EUR/USD valyuta juftligida dollarni sotib olishi lozim ya’ni treyder SELL pozitsiyasini ochadi (bunda u yevroni sotadi) va foyda oladi, agar uning taxmini o‘zini oqlamasa, mablag‘ining bir qismini yo‘qotadi. Sezgiga qarab savdo qilish ko‘pincha foyda keltirsa ham professional treyderlar faqatgina sezgiga tayangan holda operatsiyalarni amalga oshirishmaydi. Lekin uning yordamida Foreksda ma’lum darajada pul ishlab olishi mumkin! Professional treyderlar ishlash vaqtida turli xil vositalar to‘plamlaridan foydalanishadi: OAVlaridagi axborotdan tortib (fundamental tahlil asoslari) to‘juda ko‘p miqdordagi indikatorlar, maslahatchilar va ekspertlargacha.

Foreks dunyodagi eng yirik bozor bo‘lishiga qaramasdan uning bir qator afzallik va kamchiliklari mavjud.

Foreks bozorining afzalliklari orasida eng muhimlari xususida to‘xtalib o‘tamiz.

- barqarorlik, chunki Foreks indeksining tushib ketishidan va bozordagi yagona tovar bo‘lgan valyutaning o‘ziga xosligi tufayli moliyaviy inqirozga uchrashdan himoyalangan;

- tovarning likvidligi. Valyutani to‘la hajmda va kerakli qiymatda sotilishida muammolar yuzaga kelmaydi, chunki xalqaro Foreks bozorida xaridorlar juda ko‘p;

- kunu tun foydalanish imkonining mavjudligi. Istagan payt va internetga kirish mumkin bo'lgan istagan joyda bitim tuzish mumkin;
- o'zgaruvchanlik ancha past darajada. Valyuta narxlarining har kunlik o'zgarishlari 1%dan oshmaydi;
- birinchi badal uncha katta emas. Hatto bir dollar bilan ham Foreksda ish boshlash mumkin;
- bozorga yangi kirganlar va boshqalar uchun DEMO hisobvarag'ini ochish mumkinligi.

Foreks bozorining ayrim kamchiliklari:

- savdo intizomi darajasi uncha yuqori emas. Yo'qotishlarni treyderning o'zidan boshqa hech kim nazorat qilmaydi;
- bitim hajmlarini noto'g'ri tanlash tufayli mablag' yo'qotish ehtimoli mavjud.

MOLIYA BOZORI

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Xalqaro valyutalar bozori vujudga kelishiga obyektiv zaruratni izohlang.
2. Oltin-valyuta zaxiralarida valyutalar ulushi.
3. Xalqaro valyutalar bozorida operatsiyalar tashkil etish.
4. FOREX savdo tizimining ishlash mexanizmi.
5. FOREX savdo tizimining afzalliklari.
6. FOREX savdo tizimining kamchiliklari.
7. FOREX savdo tizimida daromad olish bosqichlari.
8. Xalqaro valyuta bozorida ayriboshlash kurslarining belgilanishi.

2. FOREX savdo tizimining afzalliklari va kamchiliklaridan kelib chiqqan holda T-sxema shakllantiring.

Afzalliklari	Kamchiliklari

TESTLAR

1. Valyutalar hamda ma'lum bir valyutada shakllantirilgan bank depozitlari savdosi qanday bozorda amalga oshiriladi?

- a) xorijiy valyuta bozorida;
- b) dillerlar bozorida;
- d) qimmatli qog'ozlar bozorida;
- e) kapital bozorida.

2. Foreks – bu ...

- a) xalqaro valyuta bozori;
- b) bank;
- d) birja;
- e) korporatsiya.

3. Bugungi kunda foreksda taxminan qanday summadagi o'rtacha kunlik tranzaksiyalar amalga oshiriladi?

- a) 5 trillion AQSH dollari;
- b) 4 trillion AQSH dollari;
- d) 3 trillion AQSH dollari;
- e) 2 trillion AQSH dollari.

4. Foreksdagi asosiy operatsiyalarda qaysi valyuta ishtirok etadi?

- a) AQSH dollari;
- b) Yevro;
- d) Yapon iyeni;
- e) Buyuk Britaniya funt sterlingi.

5. Xalqaro valyuta bozorida belgilanadigan ayriboshlash kurslari bilan banklar valyuta shahobchalardagi ayriboshlash kurslarining o'rtasida qanday farq mavjud?

- a) banklarda belgilangan kurs valyuta bozoridagi kursdan balandroq bo'ladi;
- b) banklarda belgilangan kurs valyuta bozoridagi kursdan pastroq bo'ladi;
- d) banklarda belgilangan kurs valyuta bozoridagi kursga teng bo'ladi;
- e) banklarda belgilangan kurs talab va taklif omili asosida belgilanadi va uning valyuta bozoridagi kursga hech qanday aloqasi yuq.

6. Foreks bozorining afzalliklari noto'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

- a) o'zgaruvchanlik juda yuqori darajada;
- b) kunu tun foydalanish imkoninig mavjudligi;
- d) tovarning likvidliligi;
- e) bozorga yangi kirganlar va boshqalar uchun DEMO hisobvarag'ini ochish mumkinligi.

7. Valyutalar ayriboshlash kurslarining belgilanishi bo'yicha nazariyalar to'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

- a) yagona narx, xarid qila olish pariteti nazariyalari;
- b) turli narx, xarid qila olish pariteti nazariyalari;
- d) yagona narx, arbitraj baho shakllanish nazariyasi;
- e) portfel nazariyasi, xarid qila olish pariteti nazariyalari.

8. Foreks bozorining ayrim kamchiliklari to'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

- a) savdo intizomi darajasi uncha yuqori emas;

- b) bitim hajmlarini noto‘g‘ri tanlash tufayli mablag‘ yo‘qotish ehtimoli mavjud emas;
- d) har bir tranzaksiya ochiq tarzda amalga oshirilishi;
- e) valyuta narxlarining har kunlik o‘zgarishlari 1%dan oshmasligi.

9. Agar treyder yevroning qiymati pasayayotganini sezsa, bunday holatda u qanday yo‘l tutishi lozim?

- a) EUR/USD valyuta juftligida dollarni sotib olishi lozim;
- b) USD/EUR valyuta juftligida yevroni sotib olishi lozim;
- d) USD/EUR valyuta juftligida yevroni sotishi lozim;
- e) bozordagi holat o‘zgarishini kutishi lozim.

10. Bir davlatda narxlarning ikkinchi mamlakatdagi narxlar-ga nisbatan oshishi uning valyutasining ikkinchi davlat valyuta-siga nisbatan devalvatsiya ya’ni, qadrining pasayishiga (ikkinchi mamlakat valyutasining birinchisining valyutasiga nisbatan qadri-ning oshishiga) olib keladi. Ushbu talqin valyutalar ayriboshlash kurslarining belgilanishi bo‘yicha nazariyalarning qay biriga asoslanadi.

- a) xarid qila olish pariteti nazariyasi;
- b) yagona narx nazariyasi;
- d) arbitraj baho shakllanish nazariyasi;
- e) portfel nazariyasi.

11. Valyuta tranzaksiyalarning tezda ya’ni ikki kunda amalga oshiriluvchi turi nima deb ataladi?

- a) spot tranzaksiyalari;
- b) forvard tranzaksiyalari;
- d) onlayn tranzaksiyalar;
- e) offlayn tranzaksiyalar.

VIII BOB. XALQARO QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORI

8.1. Xalqaro qimmatli qog‘ozlar bozori iqtisodiy mohiyati, qo‘llanish xususiyatlari va turlari

Emitentlar faoliyatining kengayib borishi natijasida ular tomonidan chiqarilgan qimmatli qog‘ozlarning xorijiy mamlakatlarda ham muomalada bo‘lishi bugungi kunda ko‘plab mamlakatlarda oddiy holatga aylandi. Bunda “moliya bozorining globallashuvi kuchayishi muhim tendensiyaga aylangan”.³⁴ Hattoki, ma’lum bir mamlakat yoki kompaniyalar o‘z qimmatli qog‘ozlarini xorijiy valyutada emissiya qilib mamlakat ichida emas balki xorijiy davlatlarda joylashtirish amaliyotlari ham tez-tez kuzatilayotgan holatlardan biridir. “1980 yilgacha amerika moliya bozori AQSHdan tashqaridagi moliya bozoridan kattaroq edi, lekin oxirgi yillarda bu holat barham topgan”.³⁵ Bunday amaliyot birinchi marta Amerika qo‘shma shtatlari emitentlari tomonidan o‘z qimmatli qog‘ozlarini Yevropada joylashtirishda ro‘y berganligi sababli xorijda xalqaro miqyosda joylashtiriladigan qimmatli qog‘ozlarga nisbatan yevroqog‘ozlar tushunchasi qo‘llaniladi.

Yevroqog‘ozlar – xorijiy investorlar o‘rtasida joylashtirish maqsadida emitent uchun xorijiy valyutada chiqariladigan qimmatli qog‘ozlardir. Yevroqog‘ozlar muomalasi xalqaro darajada muomalada bo‘lishi bois xalqaro qimmatli qog‘ozlar deb ham yuritiladi. Yevroqog‘ozlarning asosiy turlari quyidagilar (8.1-rasm).

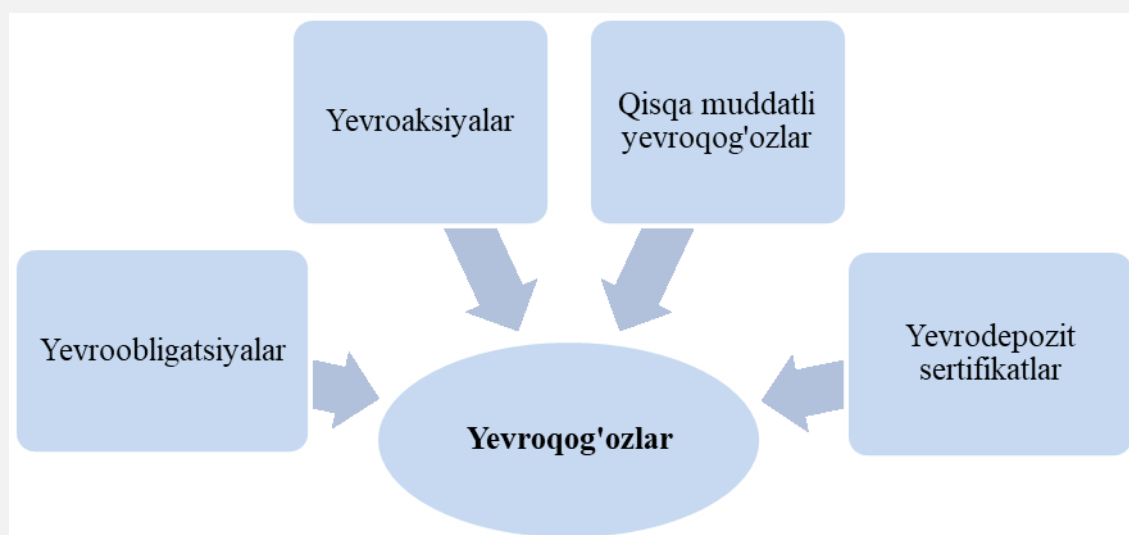
8.1-rasmda keltirilgan yevroqog‘ozlar turlarining har biri iqtisodiy mohiyatiga to‘xtalib o‘tamiz.

Yevroaksiyalar – kompaniyalar, umumiy holda transmilliy kompaniyalar, banklar, investitsion fondlarning ham milliy bozorda, ham boshqa mamlakatlar bozorlarida savdoga qo‘yiladigan aksiyalaridir.

³⁴ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 20.*

³⁵ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 20.*

London, Singapur, Lyuksemburg yevroaksiyalar savdosi amalga oshiriladigan asosiy moliyaviy markazlar hisoblanadi. Investorlar turli mamlakatlardan sotib oluvchilar bo'lganligi uchun bitimlar mamlakatlar milliy valyutalarida tuzilishi mumkin.



8.1-rasm. Yevroqog'ozlar turlari

Yevroobligatsiyalar (ingl. *eurobond*) mamlakatdan tashqarida qat-tiq valyutada sotiladigan obligatsiyalardir. Bugungi kunga kelib yevroobligatsiyalar har qanday mamlakatda chiqarilishi mumkin va aksariyat holatlarda yevro yoki AQSH dollarida muomalaga chiqarilmoqda. Ularga misol sifatida yevrodollar obligatsiyalari, yevroiye obligatsiyalarini keltirish mumkin. Yevroobligatsiyalar emitentlar nuqtai nazaridan davlat (suveren) yevroobligatsiyalari va korporativ yevroobligatsiyalarga bo'linadi.

Yevrodepozitsertifikatlari – amerika banklari bo'linmalari va sho'ba kompaniyalari va boshqa davlat banklari tomonidan xorijiy valyutada (asosan AQSH dollarida) chiqarilgan qimmatli qog'ozlar. Bunda depozit sertifikatlari bankda depozit joylashtirilganligi haqida ma'lumotnoma hisoblanadi. Yevrodepozit sertifikatlari bozorida eng katta ulush Londonga to'g'ri keladi. Yevrodollar depozit sertifikatlari asosan yirik institutsional investorlar uchun mo'ljallab chiqariladi.

Qisqa muddatli yevroqog'ozlar – seriyali tarzda chiqariladigan xalqaro darajada joylashtiriladigan qimmatli qog'ozlardir. Bunda eng yirik emitentlar amerika transmilliy kompaniyalari hisoblanadi.

Xorijiy moliya bozorlaridagi keskin yuqori darajadagi o‘shishga xorijiy mamlakatlarda, masalan Yaponiyada jamg‘armalarning sezilarli darajada ortishi hamda moliya bozorlarida xorijiy investorlar ustidan davlat nazoratining bekor qilinishi ham sabab bo‘lgan. Aynan keltirilgan ikki jihat ko‘plab emitentlarning o‘z faoliyatlarini tashqi bozorlarda ham kengaytirishga imkon bergan. “Amerika korporatsiyalari va banklarining zarur moliyaviy resurslarni jalb qilish maqsadida xalqaro kapital bozoriga chiqishi odatiy hol hisoblanadi. O‘z navbatida amerikalik investorlar ham investitsion imkoniyatlarni xorijdan qidiradilar. Natijada xorijiy korporatsiyalar va banklar ham amerikalik investorlardan mablag‘ jalb qilishga intiladilar, xorijliklar esa AQSHda muhim investorlar sifatida faoliyat yuritadi. Xalqaro obligatsiyalar bozori va jahon fond bozorlaridagi bunday holat bizga moliya bozorining globallashuvi yuz berganligi va davom etayotganligini ko‘rsatadi”.³⁶

8.2. Xalqaro obligatsiyalar va ular muomalasini tashkil etish

Bugungi kunga kelib davlatlar tomonidan suveren obligatsiyalarni, yirik korporativ tuzilmalar tomonidan korporativ obligatsiyalarni xorijiy valyutada xorijiy davlatlarda joylashtirish amaliyotining muntazam ravishda amalga oshirilib kelinayotganligi xalqaro obligatsiyalar bozori rivojlanishiga xizmat qilmoqda. Bu o‘z navbatida emitentlarning xalqaro moliya bozorida katta miqdorda kapital jalb qilish orqali zarur sohalarni rivojlantirishga imkon bermoqda.

“Xalqaro obligatsiyalar bozorida xorijiy obligatsiyalar an’anaviy instrumentlar hisoblanadi. Xorijiy obligatsiyalar xorijiy davlat tomonidan unga nisbatan xorijiy bo‘lgan valyutada sotilgan obligatsiyalardir”.³⁷ Bunday obligatsiyalar yevroobligatsiyalar tushunchasi bilan ham qo‘llaniladi va bunga sabab birinchi maxsus xalqaro obligatsiyalar AQSH kompaniyalari tomonidan Yevropa fond birjalarida sotish uchun chiqarilganligi bilan izohlanadi.

³⁶ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 20.*

³⁷ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 20.*

Yevroobligatsiyalar muomalaga chiqarish ma'lum bir tayyorgarlik ishlarini va xarajatlarni talab qiladi. Lekin boshqa tomondan nisbatan past foizlarda uzoq muddatli yuqori miqdordagi moliyaviy resurslar jalb qilish imkonini beradi.

Odatda yevroobligatsiyalar kamida 3 yilga chiqariladi, eng keng tarqalgan muddat sifatida 5 yillik muddat keltiriladi. Dunyoga mashhur kompaniyalar tomonidan muomalaga chiqariladigan yevroobligatsiyalar 15 yildan 30 yilgacha bo'lgan muddat bo'yicha amal qiladi.

Yuqorida qayd etib o'tganimizdek, yevroobligatsiyalar bozoriga chiqish aniq dastur asosida tayyorgarlik ko'rish va emissiya qilish, chet eldan moliyaviy konsultantlar va anderrayterlar jalb qilish, xalqaro investorlar uchun taqdimotlar o'tkazish, huquqiy xizmat uchun to'lovlar va boshqalar bilan bevosita bog'liq bo'lgan yuqori miqdordagi xarajatlarni talab qiladi. Yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish bilan shug'ullanuvchi dunyoga mashhur tashkilotchilar sifatida Deutche Bank, ABN Amro, CSFB, UBS, DrKW, Citigroup, J.P.Morgan kabilarni keltirish mumkin.

Rivojlangan mamlakatlar hukumati tomonidan yevroobligatsiyalar bozorini tartibga solishning biror bir mezoni o'rnatilmaganligiga qaramasdan emitentlar odatda Xalqaro obligatsiyalar birlamchi bozori ishtirokchilari assosiatsiyasi Xalqaro qimmatli qog'ozlar bozori ishtirokchilari assotsiatsiyasi standartlari va talablari asosida boshqarib boriladi. Mazkur qimmatli qog'ozlarning asosiy savdo markazi tarixan London hisoblanadi. Shundan kelib chiqqan holda yevroobligatsiyalar muomalasi Angliya moliya xizmatlari agentligi tomonidan ham tartibga solinadi va bu agentlik tegishli hujjatlarni tayyorlash bo'yicha talablar bajarilishining qat'iy nazoratini amalga oshiradi. Bunda xalqaro standartlar bo'yicha tuzilgan uch yillik ijobiy auditorlik hisoboti, S&P, Fitch, Moody's va boshqa yetakchi agentliklarning kredit reytingi majburiy talablar sifatida belgilangan. Shuningdek, kompaniya egalari haqidagi axborotlarning to'liq ochiqligi, qarz oluvchining asosiy aksiyadorlari pasport nusxasigacha talab qilinadi.

Yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish jarayonida yuristlar xizmatlari bo'yicha xarajatlar miqdori 600 mingdan 1 million AQSH dollarigacha tashkil etishi kuzatiladi. Anderrayterning o'rtacha komissiya haqi esa odatda muomalaga chiqarilgan yevroobligatsiya umumiy summasining 0,5 – 0,7 foizini tashkil etadi.

Yevroobligatsiyalar odatda London yoki Lyuksemburg fond birjalarida sotiladi. Lekin ular savdosining kattagina qismi birjadan tashqari bozorlar hissasiga to‘g‘ri keladi.

Moliyalashtirish manbasi sifatida yevroobligatsiyalarning ham o‘ziga xos afzalliklari va kamchiliklari mavjud bo‘lib, ular quyidagilar (8.1-jadval).

8.1-jadval

Yevroobligatsiyalarning afzalliklari va kamchiliklari

№	Afzalliklari	Kamchiliklari
1	Jalb qilinadigan mablag‘ miqdorining yuqoriligi (muomalaga chiqarishning o‘rtacha qiymati – 300 million AQSH dollari)	Axborotlarni oshkor etish bo‘yicha qarz oluvchiga nisbatan jiddiy talablarning mavjudligi
2	Muomala muddatining uzoqligi (3 yildan – 30 yilgacha)	Yevroobligatsiya muomalaga chiqarish jarayonining yuqori miqdorda xarajatlar talab qilishi
3	Foiz stavkalarining juda pastligi (yillik 5%)	Qimmatli qog‘ozlarni tayyorlash va joylashtirishning ko‘p vaqt talab qilishi (4–6 oy)
4	Ta‘minot va garov bo‘yicha talablarning mavjud emasligi	Valyuta riskining yuzaga kelishi va boshqalar
5	Xalqaro miqyosda kredit tarixi yuzaga kelishi	Davlat moliyaviy siyosati bilan bog‘liq risk

Yuqori miqdordagi xarajatlar va ko‘p vaqt talab qilishiga qaramasdan 500 million dollarlik yevroobligatsiyani 5 yil muddatga joylashtirish bugungi xalqaro amaliyotda o‘zini oqlamoqda. Bundan tashqari xalqaro bozorlarda IPO o‘tkazish uchun yaxshigina repititsiya vazifasini ham o‘tamoqda.

Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda xalqaro moliya bozorlaridan kapitalni jalb qilish masalalariga doir quyidagi xulosalar shakllantirildi:

Birinchiidan, xorijiy bank kreditlarini jalb qilish bo‘yicha qo‘yilgan talablarning murakkabligini alohida qayd etib lozim. Mamlakatimizda faoliyat ko‘rsatayotgan korporativ tuzilmalarning aksariyati uchun moliyaviy-xo‘jalik faoliyatini baholash uchun dunyoga mashhur auditorlik kompaniyalarini jalb qilish qimmatlik qiladi. Chunki eng

yirik yuzta auditorlik kompaniyalari tahlil qilinganda ularning xizmat haqlari 2,8 million AQSH dollaridan 86,5 million AQSH dollarigacha ekanligini ko‘rish mumkin.³⁸

Ikkinchidan, yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish bo‘yicha ham xalqaro reyting agentliklarining kredit reytingi talab qilinishi, tashkiliy xarajatlarning yuqoriligi mahalliy aksiyadorlik jamiyatlari korporativ obligatsiyalarining xalqaro darajada joylashtirilishiga to‘sqinlik qilmoqda.

8.3. Xalqaro aksiyalar va ular muomalasini tashkil etish

Bugungi kunga kelib xalqaro amaliyotda yirik korporativ tuzilmalar o‘z faoliyatlarini moliyalashtirish maqsadida milliy moliya bozori bilan bir vaqtda xalqaro moliya bozorlaridan ham kapital jalb qilishga intilmoqdalar. Bunda yuqorida ko‘rib chiqqanimiz yevroobligatsiyalar bilan bir qatorda yevroaksiyalar, ya’ni xalqaro aksiyalar muomalasiga ham e’tibor qaratilmoqda. Shundan kelib chiqqan holda quyida xalqaro aksiyalar va ular muomalasini tashkil etish masalalariga to‘xtalib o‘tamiz.

Xalqaro aksiyalar bozoriga chiqish faoliyatni moliyalashtirish imkoni bilan birga quyidagilarda ham muhim ahamiyat kasb etadi (8.2-rasm):

- kompaniyalar aksiyalari birja listingiga kiradi va turli mamlakatlardagi xalqaro sindikatlarda sotiladi;
- kompaniyalarning aksiyalari savdosi mamlakatdagi birja bilan bir vaqtda boshqa mamlakatlardagi bitta yoki bir nechta birjalarda ham amalga oshiriladi;
- xalqaro aksiyalar chiqarilishi xorijiy valyutada kapital jalb qilish imkonini beradi. Bunda ham aksiyalar milliy va xalqaro fond birjalarida listingdan o‘tadi.

Aksiyalarning milliy fond birjalari bilan bir vaqtda xalqaro fond birjalarida ham listingdan o‘tish va savdosi yo‘lga qo‘yilishi depozitar tilxatlar orqali amalga oshiriladi. Aksiyalarning xalqaro bozorlarga

³⁸ <https://big4auditorcarousel.wordpress.com/category/audit-fees/>

chiqarilishi katta miqdorda kapital jalb qilishga imkon beradi, kompaniya nufuzining oshishiga xizmat qiladi.

Xalqaro aksiyalarni muomalaga chiqarish ham oddiy aksiyalar birlamchi va ikkilamchi chiqarilishlar asosida amalga oshiriladi. Bunda birlamchi xalqaro aksiyalar muomalaga chiqarilishi natijasida kompaniya qo‘shimcha kapitalga ega bo‘ladi. Ikkilamchi chiqarilishida esa bevosita aksiyadorlar tarkibida o‘zgarishlar yuzaga keladi.

Xalqaro aksiyalar chiqarilishi va muomalasini tashkil etish jarayoni yevroobligatsiyalar chiqarilishiga o‘xshash. Bunda ham andarrayterlar faoliyati muhim va ular aksiyalarni bevosita joylashtirishga mas’ul hisoblanadi. Bundan tashqari xalqaro aksiyalar chiqarishdan oldin yetakchi reyting agentliklari va auditorlik tashkilotlaridan xulosalar olish ham o‘ziga xos reklama vazifasini bajaradi. Shuningdek bunday aksiyalarni joylashtirishda xalqaro fond birjalarning listing talablarini chuqur o‘rganish asosida qaror qabul qilish talab etiladi. Chunki malum bir talablar o‘tish iqtisodiyoti mamlakatlaridagi emitentlar uchun og‘irlik qilishi mumkin.

Xalqaro aksiyalar bozori xorijiy aksiyalar bozori va yevroaksiyalar bozoriga bo‘linadi. Xorijiy aksiyalar kompaniyalar tomonidan boshqa mamlakatlar fond bozorida joylashtiriladigan aksiyalardir.

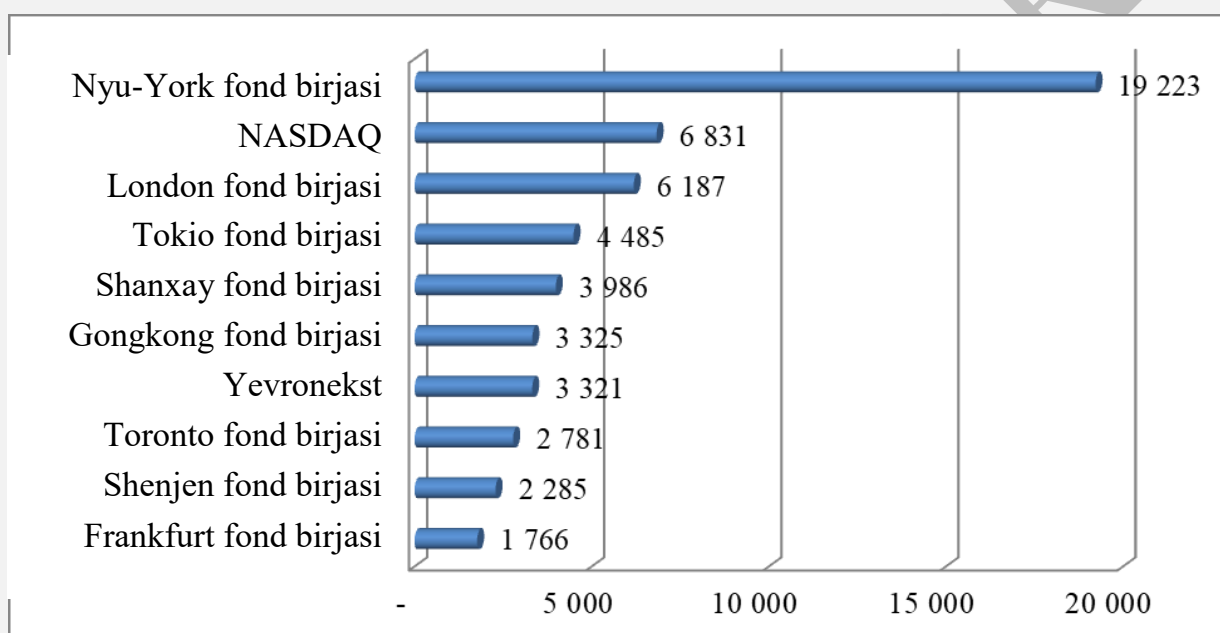
Xorijiy aksiyalarning afzalliklari va kamchiliklari quyidagi jadvalda keltirilgan (8.2-jadval).

8.2-jadval

Xorijiy aksiyalar afzalliklari va kamchiliklari

Afzalliklari	Kamchiliklari
Aksiyalar oldi-sotdisida valyuta konvertatsiyasini amalga oshirishga zarurat yo‘qoladi, valyuta riski kamayadi. Investorlar belgilangan soliqlar va chegaralashlardan qochadi. Siyosiy, iqtisodiy risklar, likvidlilik riski pasayadi.	Mamlakatda xorijiy aksiyalarga nisbatan ma’lum tartib qoida belgilab qo‘yilishi. Xorijiy kompaniyalarga nisbatan aksiyalar miqdori, moliyaviy hisobotlar va boshqa jihatlar bo‘yicha qat’iy talablar belgilanishi.

Mamlakatlarning iqtisodiy rivojlanish darajasidan kelib chiqqan holda xalqaro aksiyalar bozori yetakchi va rivojlanayotgan bozorlarga bo‘linadi. Bunda yetakchi xalqaro aksiyalar bozoriga AQSH, Buyuk Britaniya, Yaponiya, Yevropa ittifoqi mamlakatlari, Kanada, Avstraliya kabilar kiritiladi va ularda aksiyalar savdosi rivojlangan tashkiliy va huquqiy tizimga, yuqori kapitallashuv darajasiga, birja orqali tashkillashtirilgan savdo hajmining keskin yuqoriligi kabilar bilan tavsiflanadi. 2017 yil holatiga ko‘ra aksiyalar bo‘yicha kapitallashuv darajasi eng yuqori savdo maydonlari quyidagi rismda keltirilgan (8.2-rasm).



8.2-rasm. Aksiyalar bozori kapitallashuvi bo‘yicha eng katta birjalar o‘ntaligi, milliard AQSH dollarida³⁹

Rivojlanayotgan xalqaro aksiyalar bozoriga rivojlanayotgan davlatlar va o‘tish iqtisodiyoti mamlakatlari kiritilgan holda ular o‘shir sur‘ati yuqoriligi, risk darajasi yuqoriligi, kapitallashuv darajasining pastligi va huquqiy tartibga solish mexanizmining takomillashmaganligi, ayni paytda rivojlanishda ekanligi kabilar bilan tavsiflanadi.

Jahondagi mashhur moliya institutlari tomonidan ishlab chiqilgan xalqaro aksiyalar indekslari xalqaro aksiyalar bozori rivojlanish indikatorlari hisoblanadi. Dastlabki xalqaro fond indekslaridan biri EAFE Index (Yevropa, Avstraliya va Uzoq sharq fond indeksi)

³⁹ <https://www.statista.com/statistics/264661/domestic-market-capitalization-worldwide-top-10/>

hisoblanib, Buyuk Britaniya, Yaponiya, Fransiya, Germaniya, Gonkong, Shveysariya, Avstraliya, Italiya, Gollandiya, Malayziya, Avstriya va boshqa jami 21ta davlatdagi 2000dan ortiq kompaniyalar aksiyalari asosida aniqlanadi. Shuningdek xalqaro aksiyalar bozori indeklari sifatida Buyuk Britaniya aktuariylari instituti tomonidan ishlab chiqilgan FTW indeksi (The Financial Times World Index), GlobalIndex, SB-RGE kabilarni ham keltirish mumkin. Shuningdek, 1999 yildan DJGTIndex ham hisoblanib, dunyodagi 8 ta yirik fond bozorlariga ega davlatlar – AQSH, Buyuk Britaniya, Fransiya, Yaponiya, Germaniya, Italiya, Shveysariya va Gollandiyadagi 50 ta kompaniya asosida hisoblanadi.

1998 yil martdan AQSH fond bozorida savdo qilinadigan amerika depozitar tilxatlarining birinchi indeksi sifatida Bank of New York (Nyu-York banki) indeksi hisoblana boshlandi. Bu indeks real vaqt rejimida umumiy kapitallashuvi 3,1 trillion AQSH dollaridan ortiq bo'lgan 36ta mamlakatdan 431ta kompaniya ma'lumotlari asosida hisoblanadi.

Aksiyalarni xalqaro fond bozorlarida joylashtirishda depozitar tilxatlar qo'llanilishini yuqorida ham ta'kidlagan edik. Depozitar tilxatlar – ikkilamchi qimmatli qog'ozlar bo'lib, nominal qiymatga ega bo'lmagan qimmatli qog'oz bo'lib, u taqdim etiladigan qimmatli qog'ozlarning muayyan soniga bo'lgan mulk huquqini tasdiqlaydi va uning egasining ushbu qimmatli qog'oz emitentidan depozitar tilxat o'rniga taqdim etiladigan qimmatli qog'ozlarning tegishli sonini olishini hamda taqdim etiladigan qimmatli qog'ozlar bilan mustahkamlangan huquqlarning depozitar tilxat egasi tomonidan amalga oshirilishi bilan bog'liq xizmatlar ko'rsatilishini talab qilish huquqini mustahkamlaydi.

Xalqaro aksiyalar bozorida qo'llaniladigan depozitar tilxatlarning asosiy turlari quyidagilar:

- amerika depozitar tilxatlari (ADR);
- yevropa depozitar tilxatlari (YEDR);
- global depozitar tilxatlari (GDR).

Amerika depozitar tilxatlari – ma'lum bir miqdordagi amerika depozitar aksiyalariga egalikni tasdiqlovchi sertifikatdir. Yevropa depozitar tilxatlari Yevropa banklari tomonidan Yevropa ittifoqi

mamlakatlardan tashqarida joylashtirilgan kompaniyalar aksiyalariga egalik qilishni tasdiqlovchi qimmatli qog'ozdir. Global depozitar tilxatlar esa AQSH fond bozorlarida, shuningdek boshqa davlatlar fond bozorlarida taklif qilinadi va joylashtiriladi. Umumiy holda amerika depozitar tilxatlari va global depozitar tilxatlarni muomalaga kiritish bosqichlari quyidagilar (8.3-jadval).

8.3-jadval

Amerika va global depozitar tilxatlarni muomalaga kiritish bosqichlari⁴⁰

Bosqichlar	Bosqichlarning mohiyati
Birinchi bosqich	Emitentning o'z mamlakati fond bozoriga aksiyalar chiqarishi
Ikkinchi bosqich	Amerika fond bozorida xalqaro darajadagi vositachi orqali emitent aksiyalarini deponentlash
Uchinchi bosqich	Deponentlangan aksiyalarni xalqaro darajadagi vositachi orqali AQSHda ro'yxatdan o'tkazish
To'rtinchi bosqich	Xalqaro darajadagi vositachi orqali deponentlangan aksiyalarga nisbatan amerika depozitar aksiyalarini emissiya qilish. Bunday aksiyalar amerika fond bozorlarida mustaqil muomalada bo'lmaydi.
Beshinchi bosqich	Ma'lum miqdordagi amerika depozitar aksiyalari hisobiga amerika depozitar tilxatlari (ADR)ni chiqarish
Oltinchi bosqich	AQSH fond bozorida ADRlarni muomalaga kiritish
Yettinchi bosqich	Global depozitar tilxatlar (GDR) sifatida AQSHda ro'yxatdan o'tkazish. Bunday qimmatli qog'ozlar ADR-1, ADR-4 va ta'minlanmagan amerika depozitar tilxatlaridan yuzaga keladi. AQSHdan tashqari jahonning boshqa mamlakatlari fond bozorlarida muomalada bo'ladi

⁴⁰ Алмардонов Э. ва бошқ. Глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитида молия бозори барқарорлигини таъминлаш: назарий-концептуал ва амалий жиҳатлар. Монография. Т.: Академнашр, 2012. Б. 132.

2017–2021 yillarda O‘zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo‘yicha Harakatlar strategiyasida “alohida milliy korxonalar aksiyalarining xorijiy nufuzli fond birjalarida dastlabki tarzda joylashtirilishiga erishish (IPO), ularning xorijiy kapital bozoriga chiqishini ta’minlash” kabi vazifalar belgilangan. Shu boisdan yuqorida keltirilgan xalqaro moliya bozori instrumentlari hisoblangan xalqaro qimmatli qog‘ozlarni muomalaga chiqarish uchun jiddiy tayyorgarlik shart hisoblanadi.

MOLIYA BOZORI

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Xalqaro qimmatli qog'ozlar bozori vujudga kelishiga obyektiv zaruratni izohlang.
2. Xalqaro qimmatli qog'ozlarning asosiy turlari.
3. Yevroobligatsiyalar muomalasini tashkil etish.
4. Yevroobligatsiyalar muomalaga chiqarishda emitentlarga qo'yilgan talablar.
5. Depozitar tilxatlarning amal qilish mexanizmi.
6. Xalqaro aksiyalar muomalasini tashkil etish.
7. Xalqaro aksiyalar chiqarishda emitentlarga qo'yiladigan talablar.
8. Xalqaro aksiyalar bozori kapitallashuvi.
9. Qisqa muddatli yevroqog'ozlar muomalasi.
10. Mamlakatimizdagi emitentlar tomonidan xalqaro qimmatli qog'ozlarni joylashtirish.

2. Xalqaro qimmatli qog'ozlar har bir turining iqtisodiy mohiyati, xususiyatlari bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Yevroobligatsiyalar	Yevroaksiyalar	Qisqa muddatli yevroqog'ozlar	Yevrodepozit sertifikatlar
1	1	1	1
2	2	2	2
3	3	3	3
...

3. Xalqaro obligatsiyalar afzalliklari va kamchiliklari bo'yicha T-sxema shakllantiring.

Afzalliklari	Kamchiliklari
1	1
2	2
3	3
...	...

4. Amerika depozitar tilxatlari va global depozitar tilxatlarining amal qilish bo'yicha umumiy farqli jihatlarni o'zida aks ettiruvchi quyidagi jadvalni to'ldiring.

ADT	Umumiy jihatlar	GDT
1	1	1
2	2	2
3	3	3
...

TESTLAR

1. Yevroqog'ozlar – bu ...

a) xorijiy investorlar o'rtasida joylashtirish maqsadida emitent uchun xorijiy valyutada chiqariladigan qimmatli qog'ozlardir;

b) kompaniyalar, umumiy holda transmilliy kompaniyalar, banklar, investitsion fondlarning ham milliy bozorda, ham boshqa mamlakatlar bozorlarida savdoga qo'yiladigan aksiyalaridir.

d) Amerika banklari bo'linmalari va sho'ba kompaniyalari va boshqa davlat banklari tomonidan xorijiy valyutada (asosan AQSH dollarida) chiqarilgan qimmatli qog'ozlar.

e) ma'lum bir miqdordagi amerika depozitar aksiyalariga egalikni tasdiqlovchi qimmatli qog'oz;

2. Amerika banklari bo'linmalari va sho'ba kompaniyalari va boshqa davlat banklari tomonidan xorijiy valyutada (asosan AQSH dollarida) chiqarilgan qimmatli qog'oz turi qanday nomlanadi?

a) yevrodepozit sertifikatlari;

b) yevroaksiya;

d) yevroobligatsiya;

e) depozitar tilxat.

3. Mamlakatdan tashqarida qattiq valyutada sotiladigan obligatsiya turini aniqlang.

a) yevroobligatsiya;

- b) konvert obligatsiyalar;
- d) munitsipal obligatsiyalar;
- e) korporativ obligatsiyalar;

4. Dastlabki xalqaro fond indekslaridan biri EAFE Index (Yevropa, Avstraliya va Uzoq sharq fond indeksi) nechta kompaniya aksiyalari asosida aniqlanadi?

- a) 2000 dan ortiq kompaniya;
- b) 1000 dan ortiq kompaniya;
- d) 300 dan ortiq kompaniya;
- e) 500 dan ortiq kompaniya.

5. Xalqaro aksiyalar bozorida qo'llaniladigan depozitar tilxatlarning asosiy turlari noto'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

- a) osiyo depozitar tilxatlari (ODR);
- b) amerika depozitar tilxatlari (ADR);
- d) yevropa depozitar tilxatlari (YEDR);
- e) global depozitar tilxatlari (GDR).

6. Yevroaksiyalar – bu ...

- a) kompaniyalar, umumiy holda transmilliy kompaniyalar, banklar, investitsion fondlarning ham milliy bozorda, ham boshqa mamlakatlar bozorlarida savdoga qo'yiladigan aksiyalaridir;
- b) transmilliy kompaniyalar, banklar, investitsion fondlarning boshqa mamlakatlar bozorlarida savdoga qo'yadigan aksiyalaridir;
- d) ma'lum bir miqdordagi amerika depozitar aksiyalariga egalikni tasdiqlovchi qimmatli qog'oz;
- e) amerika banklari bo'linmalari va boshqa davlat banklari tomonidan xorijiy valyutada (asosan AQSH dollarida) chiqarilgan qimmatli qog'ozlar.

7. Yevroaksiyalar savdosi amalga oshiriladigan asosiy moliyaviy markazlar nomi qaysi javobda to'g'ri keltirilgan?

- a) London, Singapur, Lyuksemburg;
- b) Fransiya, Italiya, Angliya;
- d) Shveysariya, Avstriya;

e) Italiya, Angliya, Shveysariya.

8. Bank of New York (Nyu-York banki) indeksi qanday ma'lumotlar asosida hisoblanadi?

a) umumiy kapitallashuvi 3,1 trillion AQSH dollaridan ortiq bo'lgan 36ta mamlakatdan 431ta kompaniya ma'lumotlari asosida;

b) umumiy kapitallashuvi 2,1 trillion AQSH dollaridan ortiq bo'lgan 36ta mamlakatdan 331ta kompaniya ma'lumotlari asosida;

d) umumiy kapitallashuvi 3,6 trillion AQSH dollaridan ortiq bo'lgan 36ta mamlakatdan 435ta kompaniya ma'lumotlari asosida;

e) umumiy kapitallashuvi 2,2 trillion AQSH dollaridan ortiq bo'lgan 36ta mamlakatdan 300ta kompaniya ma'lumotlari asosida.

9. Xorijiy aksiyalar afzalliklari to'g'ri keltirilgan javobni aniqlang.

a) siyosiy, iqtisodiy risklar, likvidlilik riski pasayadi;

b) mamlakatda xorijiy aksiyalarga nisbatan ma'lum tartib qoida belgilab qo'yilishi;

d) aksiyalar oldi-sotdisida valyuta konvertatsiyasini amalga oshirishga zarurat ortadi;

e) xorijiy kompaniyalarga nisbatan aksiyalar miqdori, moliyaviy hisobotlar va boshqa jihatlar bo'yicha qat'iy talablar belgilanishi.

10. Yevroobligatsiyalardan foydalanish amaliyotidagi o'ziga xos kamchiliklar qaysi javobda keltirilgan?

a) Axborotlarni oshkor etish bo'yicha qarz oluvchiga nisbatan jiddiy talablarning mavjudligi;

b) Yevroobligatsiya muomalaga chiqarish jarayonining yuqori miqdorda xarajatlar talab qilmasligi;

d) Qimmatli qog'ozlarni tayyorlash va joylashtirishning ko'p vaqt talab qilmasligi;

e) Foiz stavkalarining juda pastligi (yillik 5%).

IX BOB. QIMMATBAHO METALLAR BOZORI

9.1. Qimmatbaho metallar bozori xususiyatlari, ishtirokchilari

Bugungi kunda moliya bozorida qimmatbaho metallar savdosi keng doirada kuzatiladigan amaliyotlardan biridir. Bunga har bir mamlakatda oltin-valyuta zaxirasini muntazam oshirib borishga alohida e'tibor qaratilishi ham bevosita ta'sir ko'rsatmoqda. Valyutalar bo'yicha oltin standart amal qilgan vaqtda oltinga talab keskin yuqori bo'lgan va bu o'z navbatida qimmatbaho metallar bozorida oltinning ulushi keskin yuqoriligiga ham xizmat qilgan. Valyutalar bo'yicha oltin standart bekor qilingach qimmatbaho metallar bozorida oltinning ulushi nisbatan pasaygan holda kumush, olmos, platina, palladiya va boshqa qimmatbaho metallar bozori ham rivojlana boshladi.

Qimmatbaho metallar o'z xususiyatiga ko'ra sanoat ishlab chiqarish sohasi mahsuloti hisoblanadi. Qimmatbaho metallarning kamyoblighi, ixchamlighi, ko'p marta va uzoq muddat davomida foydalanish mumkinligi, savdo tarmog'ining rivojlanishi va doimiy talabning mavjudligi moliyaviy aktiv sifatida qimmatbaho metallarning ham qo'llanilishiga xizmat qiladi. Shundan kelib chiqqan holda qimmatbaho metallar ikkita funksiyani bajarishini qayd etish mumkin.

Qimmatbaho metallardan yombilar va tangalar bank va birja aylanmasi obyekt, davlat va xalqaro oltin-valyuta zaxiralari tarkibiy qismi hisoblanishi davlatning moliyaviy-iqtisodiy barqarorligini ta'minlash, bank barqarorligini kafolatlash, shuningdek alohida shaxs moddiy jihatdan ta'minlanganligi yuqoriligini belgilab beradi.

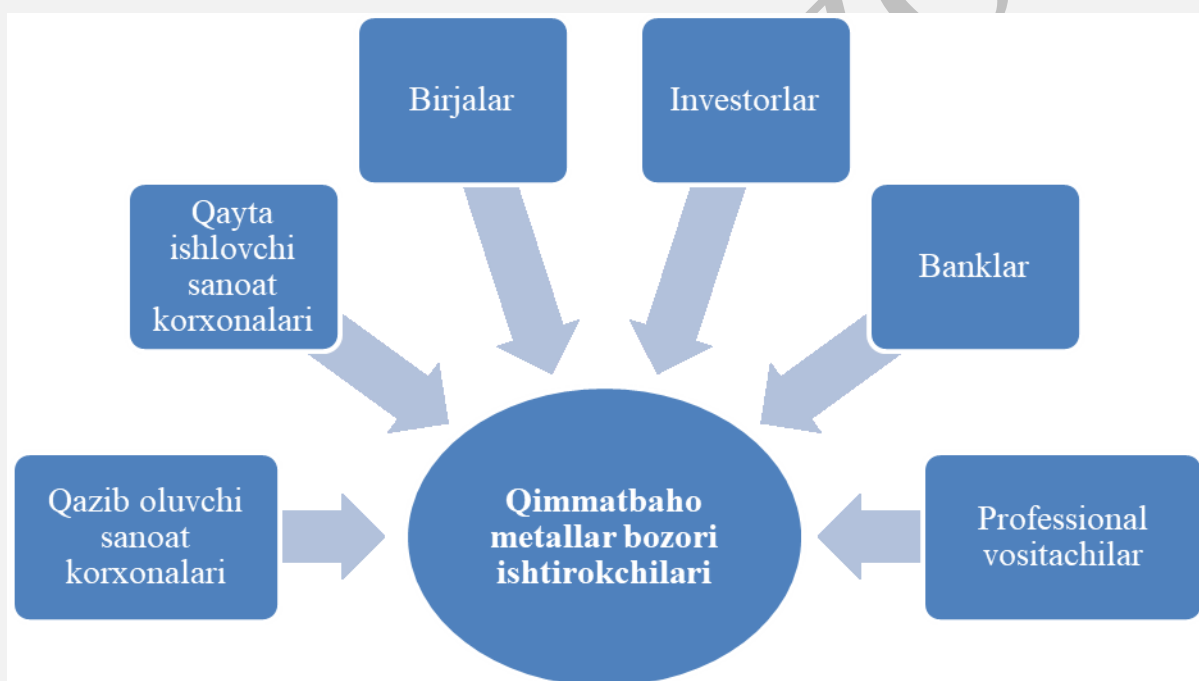
Jahon bozorida qimmatbaho metallarning strategik roli yuqorida ta'kidlanganidek, bunday aktivlarga talabning yuqori darajadali bilan izohlanadi. Xususan, xalqaro darajada oltin yombilari va tangalarining yuqori likvidligi kapital qo'yilmalarning asosiy uchta asosiy sohalari o'rtasidagi tenglikka asoslangan:

- qimmatbaho metallarni qazib olish va ishlab chiqarish;

- zargarlik buyumlari ishlab chiqarish va ular savdosi;
- qimmatbaho metallardan yombilar va tangalarning moliyaviy muomalasi.

Bugungi kunda jahonda qimmatbaho metallar bozori oltin bozori, kumush bozori, platina bozori, palladiya bozori va boshqa sektorlar bo'yicha faoliyat yuritmoqda. Qimmatbaho metallar bozorida aynan qimmatbaho metallar savdo predmeti bo'lib xizmat qiladi. Shundan kelib chiqqan holda qimmatbaho metallar bozorini intitutsional va funksional nuqtai nazardan ko'rib chiqish mumkin.

Bugungi kunda qimmatbaho metallar bozorining muhim ishtirokchilari quyidagilar hisoblanadi (9.1-rasm):



9.1-rasm. Qimmatbaho metallar bozori ishtirokchilari

Bunda qimmatbaho metallar qazib oluvchi korxonalaridan kelib tushadi. Ularning bozorga ta'sir ko'rsatishi yetkazib berayotgan mahsulot hajmiga bevosita bog'liq hisoblanadi. Qazib olingan qimmatbaho metallar sanoat korxonalar hamda zargarlik ustaxonalari tomonidan tayyor mahsulotga, zargarlik buyumlariga aylantiriladi. Birjalarning qimmatbaho metallar bozorining muhim ishtirokchisi sifatida qaralishi ayrim mamlakatlardagi birjalarda aynan qimmatbaho metallar bilan savdo qilinuvchi seksiyalar mavjudligi bilan izohlanadi.

Investorlar ishtiroki esa bunday aktivlar orqali faoliyatni diversifikatsiyalashda namoyon bo'lishini qayd etish mumkin. "Markaziy banklar qimmatli metallar bozorida ko'p qirrali o'rinni egallaydi. Ular oltin bozoridagi eng yirik operatorlar bo'lib hisoblanadi va bir vaqtda bu oltin bilan savdo qilish qoidalarini belgilab beradi. Shuni ham ta'kidlash zarurki, zaxira oltinni faol sotish bosh maqsad bo'lib hisoblanmaydi, ammo zaxiralardan oqilona foydalanishga intilishni namoyish qiladi. Markaziy banklar bozor konyunkturasiga katta ta'sir ko'rsatadi, bu ayniqsa XX asrning 90-yillarida sezilarli bo'ldi".⁴¹ Tijorat banklari tomonidan oltindan ishlangan zargarlik buyumlari garov sifatida qabul qilinganda baholash qiymati to'liq olinishi asosida kredit ajratilishini ham shu o'rinda ta'kidlash maqsadga muvofiq. Qimmatbaho metallar bozorida professional vositachilar va dilerlar faoliyati ham muhim hisoblanadi. Bunda ixtisoslashgan kompaniyalar va tijorat banklari vositachilar sifatida ishtirok etadi.

Xalqaro metallar bozorida ham hosilaviy instrumentlar ham keng doirada qo'llaniladi. Bunda svoplar, fyucherslar, opsionlar, forvardlar qo'llanilishi alohida ahamiyat kasb etadi.

9.2. Oltin bozori amal qilish mexanizmi⁴²

Hozir deyarli har bir manfaatdor kishi jahon oltin bozoriga kirish va o'z mablag'larini bu qimmatbaho metallga sarflashi mumkin. Bunda oltin faqat moddiy yuk tarzida emas, balki foizli depozit sifatida ham ishtirok etishi mumkin. Bundan tashqari, oltindan sezilarli daromad keltiruvchi shoshilinch bitimlarda foydalaniladi. Ayniqsa inqirozli vaziyatlar davrida, yig'ilgan mablag'larning boshqa vositalari va mablag'larini investitsiya qilish kerakli samarani ko'rsatmasa, oltinga investitsiya qilish nisbatan risksiz hisoblanadi.

Oltin kapitalni, boylikni yoki farovonlikni o'lchashning eng eski va samarali o'lchovi hisoblanadi. Oltin bilan birga shu maqsadlarda boshqa rangli metallardan ham foydalanilgan. Insoniyat tarixi davomid uzoq davrlar mobaynida oltin pul vazifasini bajarib keldi, keyin pul ekvivalenti bo'lib hisolana boshladi. XIX-XX asrlarda iqtisodiyotning

⁴¹ <https://www.instaforex.com/oz/gold>

⁴² Mazkur paragraf <https://www.instaforex.com/oz/gold> sayti ma'lumotlari asosida kiritildi.

rivojlanishiga uning negizida qaror topgan “Oltin standarti” tizimi katta ta’sir ko’rsatdi. Oltin oldida milliy chegaralar ham chekindi va XX asrning taxminan 70-yillarigacha u jahon valyuta tizimining asosi bo’lib xizmat qildi, shu munosabat bilan qimmatli metallar bilan bajariladigan operatsiyalar qattiq nazoratga olingan edi. Asosan operatsiyalar monitar siyosat, davlatlar va xalqaro moliya tashkilotlari darajasida amalga oshirilar edi. Biroq tizimda to’planib qolgan ziddiyatlar natijasida sifat jihatidan o’zgarishlar yuz berdi va valyuta kurslari qat’iy belgilangan kurslardan o’zgaruvchi kurslarga aylandi. Natijada, oltinning roli o’zgardi, yuridik jihatdan u jahon valyuta aylanmasidan chiqib ketdi. Oltin bilan bitimlarning liberallashuvi boshlandi, xususiyl shaxslarning metallga egalik qilish huquqi kengaydi. Qimmatli metallar bozori butunlay o’zgarib ketdi, bozorning tuzilmasi ham, uning ishtirokchilari tarkibi ham, bozordagi operatsiyalar spektri ham o’zgardi. Hozir oltin to’lov vositasi sifatida boshqa ishlatilmaydi, biroq u iqtisodiy munosabatlar tizimini tark etgani ham yo’q. Bugungi kunga kelib jahon oltin bozori davlat tomonidan juda kam tartibga solinadigan ichki va xalqaro bozorlar yig’indisidan iborat. Bu qimmatbaho metallning o’zi bilan ham, hosilaviy vositalar bilan ham kunu-tun va global savdo qilishni ta’minlaydi. Jahon oltin bozorida talab tuzilmasini shartli ravishda uchta sektorga ajratish mumkin – barcha darajalarda tezavratsiya, sanoat-maishiy iste’mol, chayqovchilik bitimlari. Taklif yangi qazib olingan qimmatli metallar, xususiyl va davlat zaxiralarini sotishdan, ikkilamchi oltinni bo’lgan xomashyoni qayta ishlash va kontrabandadan iborat. Taklifning asosiy manbalari yangi oltinni ishlab chiqaruvchilar, asosiy xaridorlar - uni sanoat maqsadlarida foydalanuvchilar hisoblanadi. Bularning ikkalasi ham turli omillar munosabati bilan bozorda muntazam paydo bo’lmaydi. Ammo qimmatli metallar bozoridagi ko’tarilishlar va tushishlar to’g’risida biz keyinroq gaplashamiz.

Xalqaro oltin bozorlari Syurix, Gonkong, London, Nyu-York, Dubay kabi shaharlarda joylashgan. Xalqaro bozorlarning uncha ko’p bo’lmagan ishtirokchilariga nisbatan yuqori talablar qo’yiladi. Bunday ishtirokchilar odatda obro’si yuqori va moliyaviy ahvoli yaxshi bo’lgan ixtisoslashgan kompaniyalar va yirik banklardir. Qimmatbaho metallar bilan yirik operatsiyalar bozorlarda kunu-tun o’tkaziladi, bu

esa oltinga aloqasi bo‘lgan keng tarmoqlangan mijozlar tarmog‘i bilan ta‘minlanadi. Operatsiyalar qat‘iy tartibga solinmagan, qoidalarni bozor ishtirokchilarining o‘zlari belgilashadi. Oltinning ichki bozorlari - bular bitta yoki bir nechta mamlakatning bozorlari bo‘lib, ular asosan mahalliy investorlarga mo‘ljallangan. Ular erkin va tartibga solinuvchi bozorlarga bo‘linadi. Erkin bozorlarga ko‘pchilik Yevropa bozorlari, masalan, Milan, Parij, Amsterdam, Frankfurt-na-Maynedagi bozorlar kiradi. Tartibga solinuvchi bozorlarga – ko‘pchilik uchinchi dunyo mamlakatlari bozorlari kiradi. Ichki bozorlarda bitimlar asosan mayda quymalar va tangalar bilan amalga oshiriladi, hisob-kitob vositasi sifatida esa mahalliy valyutalar ishtirok etadi. Qora bozorlar toifasiga Osiyo qit‘asidagi ayrim mamlakatlarning oltin bozorlari kiradi. Ularning vujudga kelishi oltin bilan operatsiyalarni amalga oshirishga yoppasiga davlatlar tomonidan cheklashlar kiritilishi bilan bog‘liq. Qora bozorlar yopiq bozorlar bilan parallel ravishda mavjuddir. Qora bozorlar - bu radikal tarzda tashkil etilgan ichki bozorlarning bir shakli bo‘lib, bu yerda oltinni olib kirish/olib chiqish taqiqlangan va soliq tartibi tufayli qimmatli metallar bilan savdo qilish ichki narxlar jahon narxlaridan ortiq bo‘lgani sababli foyda keltirmaydi.

Tabiiy oltin bilan amalga oshiriladigan operatsiyalarning eng katta hajmi London va Syurixga to‘g‘ri keladi. Dastlab oltin bilan savdo qilishning katta qismi Londonga to‘g‘ri kelar edi, bunga, xususan, metallni Britaniya hamkor mamlakatlaridan (avvalo, JARdan) yetkazib berilishi imkoni bo‘lgan. Oltin Londondan Yevropa qit‘asiga, u yerdan Yaqin va Uzoq Sharq mamlakatlariga ko‘chirilar edi.

Metallni oldi-sotdi qilishning joriy operatsiyalari bitim tuzilgan kundan keyin 2 ish kunida valyutalash sanasi (metall va valyutani hisobdan chiqarishni belgilash sanasi) bilan spot sharti bilan amalga oshiriladi. Joriy amallarning xalqaro bozori spot-bozori (spot market) deb ataladi. Spot shartlaridagi lotning stardart o‘lchami besh ming troya unsiyasini tashkil etadi. Troya unsiyasi – jahon amaliyotida umum qabul qilingan qimmatli metallarning og‘irligini o‘lchovi bo‘lib, u 31,1034807 grammdan iborat. Mazkur amallarni bajarishdan maqsad kredit tashilotining qimmatbaho metallar fondini shakllantirish yoki mijozlar buyurtmasini bajarish hisoblanadi. Tabiiy oltin bilan narx parametrlarini aniqlash uchun tayanch nuqtasi London bozori narxi,

loko London (“loko” atamasi metallni yetkazib berish joyini anglatadi) qimmatbaho metallar bilan bitim tuzishning muhim sharti hisoblanadi.

“Swap” turidagi amallar. Mazkur atama iqtisodiy adabiyotda tez-tez foydalaniladi. Oltin bozoriga nisbatan qo‘llanilganda u bir vaqtda teskari bitimni amalga oshirish bilan metallni oldi-sotti qilish kabi talqin qilinishi mumkin. Mazkur bitimlarning hajmi spot turidagi amallar hajmidan ortadi, chunki oltin svoplar qimmatbaho metallar bozorining holatiga spot bitimlari kabi uncha kuchli ta’sir qilmaydi. Bu amallar bo‘yicha standart bitim 32 ming unsiyani (1 tonnani) o‘z ichiga oladi.

Amalda oltinli svoplarning uch turini ajratish qabul qilingan:

- vaqt bo‘yicha svop (moliyaviy svop);
- metallning sifati bo‘yicha svop;
- joylashgan joyiga ko‘ra svop.

Vaqt bo‘yicha svop (moliyaviy svop) svoplarning klassik turidir. U naqd va shoshilinch kontrbitimning qo‘shilishidan iborat: aynan bir xil miqdordagi metallni spot shartida xarid qilish (sotish) va forvard sharti bilan sotish (xarid qilish). Ancha yaqin bitimning ijro etilish sanasi valyutalash sanasi deb aytiladi, muddati bo‘yicha ancha uzoqlashtirilgan ijro etish sanasi esa - svopni tugatish sanasi deb aytiladi. Bitim amalda istalgan muddatga tuzilishi mumkin: bir kundan bir necha yilgacha bo‘lgan muddatga. Svop bitimining odatdagi muddatlari 1, 3, 6 oy va bir yil hisoblanadi. Operatsiyaning mohiyati svop muddati o‘tishi bilan oltinni sotib olish huquqini saqlab qolgan holda oltinni valyutaga konvertatsiya qilish imkoniyatidan iborat. Shartnomaning amal qilish muddati oxirida tomonlar bitimning muddatini uzaytirish yoki teskari hisob-kitoblarni amalga oshirib svopni bekor qilish to‘g‘risida kelishib olishlari mumkin. Keyingi yillarda svop operatsiyalari keng ommalashdi. Dastavval, shu usulda mablag‘larni jalb qilish dollarli depozitlarni jalb qilishga qaraganda foydali ekanligi ravshan, chunki svoplar bo‘yicha foizli stavkalar ancha past. Bundan tashqari, oltinni zararsiz jalb qilish imkoniyati yaratilib, bundan bank, masalan, metall hisob-varaqlari bo‘yicha qoldiqlarni boshqarish uchun foydalanish mumkin. Nihoyat, bu operatsiyalar markaziy banklar o‘rtasida ommabopdir. Bu hol, o‘z oltin zaxiralarini konvertatsiya qilishni istab, ular o‘z harakatlari oltin

bozoriga jiddiy ta'sir qilmasligidan xavotir olmasalar ham bo'ladi; bevosita sotuvlar o'rniga bozorda oltin kontragentlar o'rtasida ko'chib yuradi.

Metallning sifati bo'yicha svop. Amalda shunday holat ham vujudga kelishi mumkinki, bunda bozor ishtirokchisiga unda mavjud bo'lgandan ko'ra yuqoriroq probali oltin kerak bo'lib qolishi mumkin. Bunday xohish metall sifati bo'yicha svop doirasida amalga oshirilishi mumkin. Bunday svop bir sifatdagi metallni bir vaqtda xarid qilish (sotish) o'rniga boshqa sifatdagi oltinni sotish (xarid qilishni) nazarda tutadi. Bunda ancha yuqori sifatga ega metallni sotayotgan tomon oltinning bir turini boshqa turiga almashtirish bilan bog'liq bo'lgan bitimning miqdoriga va xarajatning miqdoriga bog'liq bo'lishi mumkin bo'lgan mukofotni oladi.

Joylashgan joyiga ko'ra svop. Bunday svop oltinni bir joyda xarid qilib (sotib), uni boshqa bir joyda sotishni (xarid qilishni) nazarda tutadi. Oltin bir joyda qimmatroq bo'lishi mumkinligi uchun bu holda tomonlardan biri mukofot oladi.

Depozit amallari. Oltin moliyaviy aktiv hisoblangani uchun u o'z egasiga u qarz obyektini bo'lib qolganda daromad keltirishi mumkin. Mazkur amallar metallni hisobvarag'iga jalb qilish zarur bo'lganda amalga oshiriladi. Bunda oltin bo'yicha depozit stavkalari valyuta stavkalaridan odatda pastroq bo'lib qoladi, bu valyutaning ancha yuqori likvidligi bilan izohlanadi. Standart depozit muddatlari - 1, 2, 3, 6 va 12 oy, lekin ular kamaytirilishi yoki, aksincha uzaytirilishi mumkin. Bank, depozit shartnomalar doirasida qimmatbaho metallarni jalb qilib, ma'lum bir muddat mobaynida ulardan foyda olish uchun, masalan oltin qazib olishni mablag' bilan ta'minlash sxemasida, arbitraj operatsiyalari uchun va h.k. foydalanishi mumkin. Oltin egalari ega kiritilgan oltindan daromad olishadi, shuningdek tabiiy metallni saqlash bilan bog'liq xarajatlardan ozod bo'ladi.

Forvardlar. Yuqorida sanab o'tilgan bitimlardan tashqari jahon bozorida boshqa operatsiyalar amalga oshirilishi mumkin: metallni ikkinchi ish kunidan oshuvchi muddatga yetkazib berishni nazarda tutuvchi forvard bitimlar to'g'risida gap boradi. Bunday bitimni tuzib, xaridor kelajakda spot bozorida metallning narxi oshib ketishidan himoyalanaadi. Sotuvchi, o'z navbatida kelajakda narxlarning pasayib

ketishidan o'zini himoya qilishni nazarda tutadi. Sug'urta qilish kelajakda o'zaro hisob kitoblarni amalga oshirish rejalashtirilayotgan narxni qayd etish yo'li bilan ta'minlanadi. Biroq, bunday bitim yanada qulayroq konyunkturadan foydalanish imkonini bermaydi.

Forvard bekor qilinishi mumkin emas. Uni faqat bitimda kelishilgan tovar miqdorini joriy kurs bo'yicha oldi-sotti yo'li bilan keyinchalik uni forvard bitimida belgilangan kurs bo'yicha sotib uni faqat muvozanatga keltirish (forvard pozitsiyasini yopish) mumkin. Banklararo oltin bozorida mazkur bitimlar juda kamdan-kam tuziladi. Metallni muddatga sotish zarur bo'lganda sotuvchi, odatda, uni spot sharti bilan sotadi, keyin esa svop bitimini tuzadi: metallni spot shartlarida xarid qiladi va shu bilan bir vaqtda uni forvard shartlarida sotadi.

Hosilaviy vositalar CFD operatsiyalari. Oltin bozoridagi investorlar o'rtasida eng ommabop vosita valyutalarning farqiga asoslangan (CFD) bitimlar hisoblanadi. Shu vaqtgacha biz tabiiy metall bozorlarini tashkil etishni va faoliyat yuritishni ko'rib chiqqan edik. Biroq virtual vositalar bilan sado qilish bilan bog'liq boshqa qism ham katta qiziqish uyg'otadi. Jahon moliya bozorlari tendensiyasini o'zgartirib yuborgan amaliyotlar ichida savdoni tezkor vositalar orqali amalga oshirish alohida ahamiyatga ega. 1970-yillarda boshlangan foizli stavkalarining va valyuta kurslarining o'zgarishi davri ortib borayotgan xatarlarni boshqarish uchun foydalanishi mumkin bo'lgan yangi moliyaviy vositalarga bo'lgan ehtiyojni yuzaga keltirdi. Hosilaviy moliya vositalari industriyasining rivojlanishi ko'p jihatdan ularning bozordagi o'zgaruvchan yo'nalishlarga tez va samarali aks ta'sir ko'rsatish qobiliyatlari bilan bog'liq.

Fyuchers. Jahon amaliyotida oltin fyuchers bitimlari bir necha birjalarda savdo qilinadi, bunda oltin bilan savdo qilish uchun tuziladigan bitimlarning eng ko'p hajmi Nyu-York Tovar birjasi (COMEX)da tuziladi. U yerda oltin bilan operatsiyalar 1974 yildan boshlab amalga oshirila boshladi. Fyucherslar bilan operatsiyalarning asosiy maqsadi xedjirlash va spekulyatsiyalardir. Mazkur bitimlarning jozibadorligi shundaki, uni tuzish uchun katta pul yoki ko'p miqdordagi tovar bo'lishi shart emas. Nisbatan uncha katta bo'lmagan kapitalga kiritiladigan mablag'lar katta foyda keltirishi mumkin.

Shoshilinch bitimning boshqa ommabop shakli 1976 yilda birinchi marta kiritilgan oltinga opsion hisoblanadi, bunday shakl Amerikada u bilan o'tkazilgan operatsiyalardan so'ng 1982 yilda keng tarqalib ketdi.

Xedirlashning boshqa vositalariga nisbatan **opsion** shunisi bilan jozibadorki, u konyukturaning noqulay o'zgarishidan muhofaza qilish maqsadida ijro etish narxini qayd qilishdan tashqari u qulay konyukturadan foydalanish imkonini beradi. Opsion xaridorining yo'qotishlari maksimal miqdori to'plangan mukofot bilan chegaralangan, yutuq esa imkoniyatli tarzda chegaralanmagan. Mos ravishda, opsion sotuvchisi uchun aksincha vaziyat paydo buladi. Opsionlar birjadan tashqari bozorda ham muomalada bo'lishi mumkin. Bunday opsionlar dilerlik opsionlari deyiladi. Ular farq qiluvchi jihatlari shundaki, u birja tomonidan emas, balki aniq yuridik shaxs tomonidan emitatsiya qilinib, u opsionning ijro etilishini kafolatlaydi. Bunda dilerlik opsionlarini ikki guruhga ajratish mumkin:

- xususiy spekulyativ talabni qondirish uchun chakana bozorda sotish uchun mo'ljallangan opsionlar;
- oltin savdo opsionlari.

Xususiy spekulyativ talabni qondirish uchun chakana bozorda sotish uchun mo'ljallangan opsionlar dastlab yuqori riskli edi. Chunki 1970-yillarning ikkinchi yarmida AQSHda bozorning yuqori dajada o'zgaruvchi bo'lganligi tufayli juda ko'p firibgarlik holatlari qayd etilgan. Dilerlik opsionlari bilan savdo qilishni tashkil etish yangi talablarning kiritilishi hokimiyatning bunga aks ta'siri bo'ldi. Xususan, kastodial bankda oltinni deponentlash, shuningdek diler uchun opsionni ijro etguncha yoki uning amal qilish muddati o'tib ketguncha opsion mukofotini deponentlash nazarda tutilgan edi.

Oltin savdo opsionlari. Bu yerda bitimlar subyektlari tarzida oltin qazib oluvchi korxonalar, sanoat iste'molchilari va yirik dilerlar ishtirok etadilar. Bunday opsionlar bilan amalga oshiriladigan bitimlar katta hajmlari va amal qilish muddatlari uzoq vaqt talab qilishi bilan ajralib turadi. Bunday opsionlarning vazifasi metall ishlab chiqaruvchilarning va iste'molchilarining narxdagi xatarlarini silliqlash hisoblanadi, ya'ni jarayon ishtirokchilarini spekulyativ motivi emas, balki xedjirlashdir.

Birja opsionlaridan farqli ravishda, uning muhim parametrlariga nisbatan axborotning har tomonlama ochiqligi bilan tavsiflanib, dilerlik opsionlari yoki to'g'ridan to'g'ri sotiladi yoki dilerlik tarmog'i orqali sotiladi. Har qanday holatda ham opsionlar bilan amalga oshiriladigan barcha bitimlar tegishli hisobotni taqdim etish bilan birga kechishi kerak, bu esa opsion bitim shartlarini bajarilishini kafolatlashi va ishtirokchilarning xatarlarini kamaytirishi kerak. Fyucherslar va opsionlar bilan (qog'ozdagi oltin) savdo qilish sariq metallni xarid qilish-sotish aylanmasidan ko'p karra yuqoriroqdir (ular faqat bir necha foizni tashkil etadi). Shu bilan birga, tabiiy oltin bozoriga iqtisodiy ma'no bo'yicha ikkilamchi bo'lgan hosilaviy vositalar industriyasi keyingi vaqtlarda hajmi ko'p karra ortiq bo'lgani tufayli baza aktivining narx dinamikasiga ulkan ta'sir ko'rsatadi. Oltin bilan birja bitimlari ishtirokchilari bozorning yuqori darajada o'zgaruvchanligidan manfaatdorlar, chunki bu daromadni oshirish imkonini yaratadi. Aynan spekuliyantlarning harakatlari ko'pincha bozorning harakatini keskin kuchaytiradi. 1980 yilda oltin narxining misli ko'rilmagan darajada ko'tarilib ketishi va 1997-1999 yillarda keskin tushib ketishi ko'p jihatdan ana shu holat bilan izohlanadi.

Odatda, oltin narxi jahon iqtisodiyotidagi vaziyatga bog'liq bo'ladi. Undan tashqari, oltinning qiymati doim muqobil investitsion vositalarning samaradorligi yoki zararli ekanligining indikator bo'lgan. Mablag'larning aylanishi o'sgan, shuningdek oltin kapitali o'sishining turli xil vositalari keng qo'llanilgan davrda oltin tabiiy ravishda narxi mos holda tushgan edi. Aksincha, iqtisodiyot stagnatsiyasi holatida, uning orqaga ketishi yoki retsessiyasi pastida oltin investorlar tomonidan kapitalni qayd etishning va uning bundan keyingi saqlanishining eng barqaror va likvid vositasi sifatida idrok qilingan edi. Bu yerda valyuta bozori bilan o'xshashlikni qayd etish va oltinni shveysariya franki bilan taqqoslash mumkin bo'lib, bu valyuta o'zgarishlarini kutib o'tkazish mumkin bo'lgan bufer sifatida hisoblangan. Boshqacha aytganda, bozorda "buqalar" hukmronlik qilganda, ehtiyoj ortadi va iqtisodning barcha sektorlarini o'z ketidan tortadi, oltin soyaga o'tadi. Lekin faqat vaqtincha... Biroq, iqtisodiyotning hamma o'zgarishlari ham global umumjahon tavsifga ega bo'lavermaydi. Misol uchun, ikki tanazzulli vaziyatni tahlil

qilamiz: biri Rossiyada 1998 yilda yuzaga keldi; ikkinchisi hozir kechmoqda va butun jahon hamjamiyatida aks etmoqda.

1998 yilning avgust oyida Rossiya ancha qiyin davrni boshidan o'tkazdi: davlat qisqa muddatli obligatsiyalari narxining tushishi, neft inqirozi, shuningdek buning ketidan yuz bergan rublning devalvatsiyasi har bir kishiga ta'sir ko'rsatdi. Shunda rossiyaliklar o'z jamg'armalarini saqlab qolish uchun banklarda mavjud bo'lgan barcha oltinni sotib olishdi va yutqazishmadi. 1998 yilning avgustidan boshlab, oltinning bir unsiyasi narxi uch martadan ortiq ko'tarildi. Hatto o'sha vaqtlar undiriladigan 20% QQSni hisobga olganda ham oltin investorlarning ishonchini oqladi. Biroq o'sha vaqtda jismoniy shaxslar oltinni faqat o'z mamlakatlari banklaridan sotib olish imkoniyatiga ega edilar. Bunda oltinning unsiyasi qiymati aynan ichki bozorda shakllanar edi, unda uning narxi yetkazib beruvchilarning cheklanganligi va Rossiya ichida talabning yuqoriligi tufayli umum-jahon darajasidan mos ravishda yuqori bo'lgan. Hozir esa rossiyaliklar uchun inqirozning mahalliylikiga bog'liq bo'lmagan holda jahonning ochiq bozorida oltinni sotib olish uchun barcha imkoniyatlar bor. Bu Rossiyada moliyaviy va birja institutlarining rivojlanishi tufayligina mumkin bo'lmay, balki xalqaro bozorlardagi chiqish imkoniyatini taqdim etuvchi ko'p sonli brokerlarning paydo bo'lishi bilan ham mumkin bo'ldi.

2008 yilgi jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi birmuncha fundamental xususiyatga ega. U turli xil mamlakatlarning faqat iqtisodiyotiga singib kirmay, balki retsessiyani ham vujudga keltiradi. Shuning uchun oltinni xarid qilish ham jamg'armalarini saqlab qolishning eng ishonchli usullaridan biri sifatida qaraladi.

Oltinning qiymatiga boshqa omillar ham shubhasiz ta'sir ko'rsatadi. Masalan, dollar va neftning qiymati. Bunda oltin qiymatining dinamikasi dollar kursi bilan teskari bog'lanishda, neft narxlarini bilan esa to'g'ridan to'g'ri bog'lanishda bo'ladi. Buning sababi shu bilan izohlanadiki, valyuta bozorining o'zg'aruvchanligida va dollar kursining pasayishida oltin yana muqobil investitsion gavan sifatida ishtirok etadi. Neftga keladigan bo'lsak, u holda bir barel neft narxining o'sishida oltin neftdollarlarini ishlab chiqarish vositasi sifatida ishtirok etadi.

AMALIYOT DARSİ UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Qimmatbaho metallar bozorining qo'llanish xususiyatlari.
2. Qimmatbaho metallar bozori ishtirokchilari va ularning faoliyat xususiyatlari.
3. Banklarning qimmatbaho metallar bozori ishtiroki.
4. Oltin bozori rivojlanishiga valyuta bo'yicha oltin standartining bekor qilinishining ta'siri.
5. Qimmatbaho metallar savdosida hosilaviy instrumentlar qo'llanilishi.
6. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozlari sharoitida oltin savdosi.
7. Oltin savdosida opsionlarning qo'llanish mexanizmi.
8. Oltin savdosida fyucherslarning qo'llanilishi.
9. Oltin savdosida svop operatsiyalari qo'llanish mexanizmi.
10. Oltin savdosida spot opreatsiyalari qo'llanilishi.

2. Qimmatbaho metallar bozori ishtirokchilari faoliyat xususiyatlari bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Ishtirokchilar	Faoliyat xususiyatlari
Qazib oluvchi sanoat korxonalar	
Qayta ishlovchi sanoat korxonalar	
Birjalar	
Banklar	
Investorlar	
Professional vositachilar	

3. Amalda ajratiladigan oltinli svoplar turlari qo'llanish xususiyatlari bo'yicha jadvalni to'ldiring.

Vaqt bo'yicha svop (moliyaviy svop)	Metallning sifati bo'yicha svop	Joylashgan joyiga ko'ra svop
1	1	1
2	2	2
3	3	3
...

TESTLAR

1. Oltin, kumush, platina, palladiya va boshqa metallarlar bilan bog‘liq bozor munosabatlari Moliya bozorining qaysi turida qaysi sohasida amalga oshiriladi?

- a) valyuta bozorida;
- b) sug‘urta bozorida;
- d) qimmatli qog‘ozlar bozorida;
- e) qimmatbaho metallar bozorida.

2. Quyidagilardan qaysi biri qimmatbaho metallar bozori ishtirokchisi hisoblanmaydi?

- a) qazib oluvchi sanoat korxonalarini, Qayta ishlovchi sanoat korxonalarini;
- b) birjalar, Investorlar;
- d) banklar, Professional vositachilar;
- e) yuqoridagilarni barchasi Qimmatbaho metallar bozori ishtirokchisi hisoblanadi.

3. Ular oltin bozoridagi eng yirik operatorlar bo‘lib hisoblanadi va bir vaqtda bu oltin bilan savdo qilish qoidalarini belgilab beradi. Ushbu xususiyat qimmatbaho metallar bozorining qaysi ishtirokchisiga hos hisoblanadi?

- a) qayta ishlovchi sanoat korxonalarini;
- b) qazib oluvchi sanoat korxonalarini;
- d) banklar (Markaziy Bank);
- e) professional vositachilar.

4. Oltin bozorida svop operatsiyalarining nechta turi amalga qiladi.

- a) 2ta;
- b) 3ta;
- d) 4ta;
- e) 5ta.

5. Bunday svop oltinni bir joyda xarid qilib (sotib), uni boshqa bir joyda sotishni (xarid qilishni) nazarda tutadi. Oltin bir joyda

qimmatroq bo‘lishi mumkinligi uchun bu holda tamonlardan biri mukofot oladi. Bunday operatsiyalar SVOP operatsiyalarining qaysi turiga mansub?

- a) vaqt bo‘yicha svop (moliyaviy svop);
- b) vetallning sifati bo‘yicha svop;
- d) joylashgan joyiga ko‘ra svop;
- e) barcha javoblar to‘g‘ri.

6. Qimmatbaho metallar bozorida metallni ikki ish kundan oshuvchi muddatga haqiqiy yetkazib berishni nazarda tutuvchi bitmilar qanday ataladi?

- a) depozit amallari;
- b) xosilaviy vositalar;
- d) forvardlar;
- e) svop.

7. Qimmatbaho metallar bozorida shoshilinch bitimning 1976 yilda birinchi marta amaliyotga kiritilgan shakli qaysi? Bunday shakl Amerikada u bilan o‘tkazilgan operatsiyalardan so‘ng 1982 yilda keng tarqalib ketdi.

- a) Fyuchers;
- b) oltin savdo opsiyonlari;
- d) hosilaviy vositalar CFD operatsiyalari;
- e) forvardlar.

8. Troya unsiyasi – jahon amaliyotida umum qabul qilingan qimmatli metallarning og‘irligini o‘lchovi bo‘lib, u nechi grammga teng?

- a) 31,1034807 gr;
- b) 51,1034807 gr;
- d) 25,1034807 gr;
- e) 21,1034807 gr.

9. Qimmatbaho metallar bozorida quyidagi operatsiyalarni qaysi biri amalga oshirilmaydi?

- a) svop, spot;
- b) fyucherslar;
- d) opsiyonlar, forvardlar;

e) yuqoridagtlarni barchasi amlga oshiriladi.

10. Xalqaro Spot-bozori (spot market) spot shartlaridagi lotning stardart o'lchami qancha troya unsiyasini tashkil etadi?

a) 4000;

b) 5000;

d) 6000;

e) 7000.

MOLIYA BOZORI

X BOB. MOLIYA BOZORI TAHLILI

10.1. Moliya bozori tahlilining tashkiliy xususiyatlari

Investitsion jarayonning asosiy masalalaridan biri – bu qimmatli qogʻozlar tahlili (security analysis) hisoblanib, oʻz ichiga qimmatli qogʻozlarning alohida turlarini (yoki guruhlarini) va ularning bozorlarini oʻrganadi. Bunday tahlilning investitsion jarayondagi asosiy maqsadlaridan biri – bu vaqtning tanlab olingan joriy momentida notoʻgʻri baholangan qimmatli qogʻozlarni aniqlash.

Xorijiy amaliyotda moliya bozori boʻyicha fundamental (fundamental analysis) va texnik (technical analysis) tahlil keng qoʻllaniladi. Fundamental tahlil ham, texnik tahlil ham, shuningdek boshqa tahlil usullari ham oʻziga xos afzalliklarga va kamchiliklarga ega. Bunga moliya bozorlarining oʻzaro farqli jihatlari, tartibga solish mexanizmlari, ichki va tashqi omillar taʼsiri kabilarni sabab sifatida koʻrsatish mumkin.

Qimmatli qogʻoz tahlilida uni real (fundamental usulga asoslangan) yoki bozor (texnik usulga asoslangan) bahosi hamda uning real va bozor daromadliligi koʻrsatkichlari baholanadi, chunki ular fond bozori qatnashchilarini koʻproq qiziqtiradi. Yuqoridagi misoldan kelib chiqib, na texnik va na fundamental, na aralash usul ushbu koʻrsatkichlarning obyektiv bahosini bera olmasligini tushunish qiyin emas.

Chunki qimmatli qogʻozning oʻz bazisiga ekvivalentliligi darajasi har ikkala usulda har doim aytilgan mezonlar talabiga mos toʻliq namoyon boʻlavermaydi, demak, ularning yordamida hisoblangan koʻrsatkichlar bahosi obyektiv boʻlmaydi. Ushbu qonuniyatni koʻrish uchun quyidagi nazariy fikr-mulohazalarni keltirish mumkin.

Maʼlumki, aksiyaning real bahosi fundamental usul yordamida emitentning moliyaviy hisobotlari koʻrsatkichlari asosida hisoblanib, aksiyani joriy ichki (balans) bahosini ifodalaydi. Lekin aksiyaning bozordagi talab va taklif (bozor konyunkturasi) asosida shakllanuvchi bozor narxi aksiyaning real bahosidan qandaydir mavhumligi bilan

farq qilishi mumkin, chunki bozor narxi ko‘pincha ko‘zga tashlanmaydigan spekulativ bozorda vujudga keluvchi sirli tendensiyalarni ham o‘z ichiga oladi.

Bunday tendensiyalar odatda spekulativ bozorning oldindan har doim ham to‘liq idrok qilib bo‘lmaydigan jarayonlarni risklar va turli omillar (jumladan spekulativ savdo qatnashchilarining subyektiv tarzda xohish va imkoniyatlarining ehtimoliy o‘zgarishi, ya’ni refleksivlik nazariyasiga asosan) ta’siri ostida kechishi evaziga hosil bo‘ladi. Demak, aksiyaning o‘z bazisiga ekvivalentlilik darajasi asosida obyektiv bahosini aniqlash muhim ahamiyatga ega.

Bularning barchasi va boshqa vaqtinchalik idrok qilinishi murakkab bo‘lgan omil va jarayonlar tahlil amaliyotining mavjud usullari uzluksiz takomillashuv jarayonida yoki ularning asosida yangilari paydo bo‘lib kelmoqda. Bu jarayonning obyektiv mahsuli sifatida qimmatli qog‘ozlarni sekyurimetrik tahlili usulini alohida ko‘rish maqsadga muvofiq, chunki u yuqorida keltirilgan ba’zi holatlarni bartaraf qilishning ozmi ko‘pmi imkonini berishi mumkin.

10.2. Fundamental tahlil

Fundamental tahlilda qimmatli qog‘ozlarni bozor narxlari bilan taqqoslash uchun qimmatli qog‘ozlarning obyektiv ravishda asoslangan ichki qiymatini aniqlash asosiy muammo hisoblanadi. Aktivlar narx darajasining o‘sishi, pasayishi yoki ularning barqaror holatiga olib kelishi mumkin bo‘lgan omillarni aniqlash fundamental tahlil tadqiqotlarining mavzusi hisoblanadi.

Fundamental yondashuvni amalga oshirish natijasi moliyaviy aktivlar narxiga va butun moliya bozoriga bevosita yoki bilvosita ta’sir etadigan omillarni aniqlash va monitoring qilish hisoblanadi. Bu aktivning ichki yoki haqiqiy qiymatini aniqlash maqsadida bajariladi. “Ichki qiymat” aksariyat holatlarda fond bozoridagi talab va taklif nisbati bilan belgilanadigan kompaniya aksiyalari narxi bilan mos kelmaydi.

O‘z faoliyatida fundamental tahlildan foydalanadigan investorlarni birinchi navbatda kompaniya aksiyalarining “ichki qiymati” aksiyalarining birjadagi narxdan katta bo‘ladigan vaziyat qiziqtiradi. Bunday

aksiyalar **yetarlicha (munosib) baho berilmagan** aksiyalar sanaladi va potensial investitsiya obyektlari hisoblanadi. Yetarlicha (munosib) baho berilmagan aksiyalar xarid qilishda investorlar bozor samaradorligi sharoitlarida aksiyalarning fond bozoridagi narxi “ichki qiymat”ga qarab intilishi, ya’ni aksiyalar yetarlicha (munosib) baho berilmagan hollarda – o‘shidan umid qiladi.

Fundamental tahlil – mamlakat va tarmoq iqtisodiyotining fundamental omillarini, kompaniya faoliyati ko‘rsatkichlarini tahlil qilishga asoslangan, aktivning bozor qiymatini aniqlash va bashorat qilish usullari tizimi.

Fundamental tahlil mazmunan har qanday moliyaviy aktivning “haqiqiy” (yoki ichki real) bahosi kelajakda aktiv egasi olishi mumkin bo‘lgan barcha naqd pul oqimlarining keltirilgan bahosiga teng degan fikrdan kelib chiqadi. Shunga mos ravishda tahlilchi (analitik)-“fundamentalchi” naqd pul oqimlari miqdorini va uni tushum vaqtini aniqlashga intiladi, keyin esa unga mos diskontlash stavkasini qo‘llab ularning keltirilgan bahosini hisoblaydi.

Aniqroq aytilsa, analitik nafaqat diskontlash stavkasini baholaydi, balki kelajakda aksiya bo‘yicha to‘lanadigan dividendlar miqdorini ham prognoz qilishi lozim. Dividendlar miqdorini prognoz qilish kompaniyaning foyda ko‘rsatkichlarini bir aksiyaga va dividendlar to‘lash koeffitsiyentiga nisbatan hisoblashga ekvivalent bo‘lib, bir vaqtning o‘zida diskontlash stavkasiga ham baho berishni taqozo etadi.

Kompaniya aksiyasining ichki bahosi aniqlanganidan so‘ng bu baho aksiyalarning joriy bozor kursi bilan solishtiriladi. Bundan maqsad bozorda aksiya to‘g‘ri baholanganligini aniqlashdan iborat. Agar aksiyaning ichki bahosi joriy bozor kursidan past bo‘lsa, unday aksiya oshirilib baholangan deyiladi, aksincha bo‘lsa – past baholangan aksiya deyiladi.

Bunda aksiyaning ichki va joriy bozor kursi orasidagi tafovut to‘g‘risidagi informatsiya tahlilchi uchun muhim ahamiyatga ega. Analitik-fundamentalchilarning fikricha: aksiyani noto‘g‘ri baholanishining har qanday holati keyinchalik bozor tomonidan to‘g‘rilanadi: past baholangan aksiyalar kursi tezroq oshadi, oshirilib baholangan aksiyalarning kursi esa o‘rtacha bozor kursiga qaraganda sekinroq o‘sadi.

Fundamental tahlilga ta'sir e'tuvchi *omillarni* keltirib o'tamiz:

- iqtisodiy omillar;
- siyosiy omillar;
- turli mish-mishlar va kutilishlar;
- fors-majior holatlari.

Fundamental tahlil quyidagi yo'nalishlar doirasida amalga oshiriladi:

1. Makroiqtisodiy tahlil, bunda quyidagi omillarni hisobga olingan holda iqtisodiyot va moliya bozorining holati baholanadi:

- YAIM, bandlik, inflyatsiya, foiz stavkasi, valyuta kurslari va h.k.;

- monetar va fiskal siyosat, ularning bozorga va investitsiya muhitiga ta'siri ko'rib chiqiladi;

2. Industrial tahlil, bunda iqtisodiyotdagi faollik sikli (davri), uning indikatorlari hamda tarmoqlarni faollik darajasiga nisbatan va rivojlanish davrlari bo'yicha tasniflash amalga oshiriladi, umuman olganda tarmoqlarning parametrlarni bozor konyunkturasi trendidan og'ishlari tahlil qilinadi va prognozi amalga oshiriladi, tarmoq rivojlanishining sifati tahlil qilinadi;

3. Aniq bir kompaniya tahlili, bunda kompaniyadagi korporativ boshqaruv holati va rivojlanishi istiqbollari, tashkiliy va biznes faoliyati sharoitlari, moliyaviy ko'rsatkichlari, biznes bahosi, bozordagi nufuzi va boshqa ko'rsatkichlari tahliliy baholanadi;

4. Qimmatli qog'ozlar bahosini va ularning portfelini modellashtirish. Qimmatli qog'ozlar bahosini modellashtirishda fond bozorining tuzilmasi hisoblanadi. Qimmatli qog'ozlarning kichik miqdori bilan bog'liq bitishuvlar har kuni amalga oshiriladigan tor bozor ularning sezilarsiz miqdoriga o'ta sezgir bo'lganligi uchun narxlar bunday bozorda boshqarilishi mumkin, ya'ni bir nechta bitishuvlarni amalga oshirish hisobiga kursning kutilgan darajadagi oshishi yoki pasayishiga erishish mumkin. Keng bozorda esa yirik bitishuvlar ham undagi narxlarga unchalik ta'sir ko'rsatmaydi, chunki bunday bitishuvlar har kuni amalga oshiriladi.

Ta'kidlash joizki, fundamental tahlil usulidan 1974 yilga kelib Benjamin Grexem va Djeym Ri voz kechib, yangicha yondashuvni

ishlab chiqqanlar.⁴³ Ularning fikricha, fond bozori samarali bo‘lganligi sababli, noeffektiv qismlari kamayib bormoqda, bu esa o‘z navbatida aniqlanishi mumkin bo‘lgan ba’zi samarasiz kompaniyalar aksiyalari bilan bog‘liq. Shu maqsadda ular bunday kompaniyalarni aniqlash uchun ma’lum mezonlar to‘plamini taklif qildilar.

Grexem-Ri yondashuvini texnik tarzda qo‘llash mumkin, chunki kompaniyaning joriy moliyaviy holatini formal tekshirish va moliyaviy hisobotlaridan olingan ba’zi ko‘rsatkichlarni kompaniyaning aksiyalarini joriy kursi va daromadlilikini obligatsiyalarning AAA reytingi bilan solishtirishdan iborat. Bunda quyidagi 10-ta sodda savolga “ha yoki yo‘q” degan javob berish talab qilinadi 10.1-jadvalda keltirilgan.

10.1-jadval

Korxonalarining joriy moliyaviy holati fundamental tahlili

<i>A. Moddiy rag‘bat</i>	<i>B. Risk</i>
1. “Narx-daromad” nisbati AAA reytingli obligatsiyalar daromadlilikining teskari yarim miqdoridan kammi? Masalan, AAA reytingli obligatsiyalar daromadlilikini 12 foiz bo‘lsa, unda teskari miqdori $1/0,12=8,33$, undan yarmisi esa 4,16. Shunday qilib, bu aksiya uchun savolga javob “ha” bo‘lishi holatida uning “narx-daromad” nisbati miqdori 4,16-dan kam bo‘lishi kerak.	6. “Qarz-kapital” nisbati 1 (birdan) kammi? Bu nisbat – umumiy qarzni balans hisobotiga mos keluvchi aksiyadorlik kapitaliga bo‘linmasi.
2. “Narx-daromad” nisbati miqdori oxirgi besh yil uchun “narx-daromad” nisbatining “o‘rtacha” eng katta miqdoridan 40 foiz kammi? Bunda aksiya uchun bir yildagi “narx-daromad” nisbatining “o‘rtachasi” – bu aksiyaning o‘rtacha yillik narxini shu yil uchun aksiya bo‘yicha daromad miqdoriga bo‘linmasiga teng.	7. Joriy nisbat 2 (ikkidan) kattami? Bu nisbat – joriy aktivlarni joriy majburiyatlarga bo‘linmasi.

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

3. Aksiya bo'yicha dividend daromadlilik AAA obligatsiyalar bo'yicha daromadlilikning 2/3 qismidan kam bo'lmagan miqdoriga tengmi?	8. Umumiy qarz joriy aktivlarning sof bahosini ikkiga ko'paytirilgan miqdoridan kammi? Bunda joriy aktivlarning sof bahosi – bu joriy aktivlar va umumiy qarz ayirmasi.
4. Aksiya narxi bir aksiyaga hisoblangan real balans bahosining 2/3 qismidan kammi? Bunda bir aksiyaga hisoblangan real balans bahosi – bu jami aktivlar va umumiy qarz ayirmasini muomaladagi aksiyalar-ning umumiy miqdoriga bo'linganiga teng.	9. oxirgi 10 yilda bir aksiyaga daromadlar o'sishi sur'ati yiliga o'rtacha 7 foizdan kam emasmi? Bunda g o'sish sur'ati $Ye_0 = Ye_{-10}(1+g)^{10}$ formuladan topiladi (Ye_0 – oxirgi yil uchun bir aksiya bo'yicha daromadlar, Ye_{-10} – 10 yildan tugaganidan keyingi yil uchun bir aksiyaga daromadlar). Agar savolga “ha” javobini olish kerak bo'lsa, unda g 7 foizdan kam bo'lmasligi lozim.
5. Aksiya narxi bir aksiyaga hisoblangan joriy aktivlarning sof bahosining 2/3 qismidan kammi? Bu baho joriy aktivlar va umumiy qarz ayirmasini muomaladagi aksiyalar-ning umumiy miqdoriga bo'linganiga teng.	10. 9-chi savoldagi vaqt muddatida (ya'ni 8 yoki undan ko'p yilda) g 5 foizga tengmi yoki kammi? Bunda daromadlilikning yillik o'sish sur'atini 10ta ko'rsatkichlarini aniqlash kerak, keyin ularning kamida ikkitasi 5 foizdan ko'p bo'lishini tekshirish lozim, masalan, 4 foizga tengligini.

Savollarning birinchi 5 tasi moliyaviy rag'batga, qolgan 5tasi esa riskka bag'ishlangan. Bu savollarga javob topishdan maqsad eng katta “rag'bat-risk” nisbatiga ega aksiyalarni topishdir. Grexem-Ri bo'yicha aksiyani sotib olishni taklif qilish uchun barcha savollarga ijobiy javob berishi shart emas. Masalan, avval 6-chi savol bo'yicha salbiy javob olingan aksiyalarni hisobdan chiqariladi. Keyin 1, 3 yoki 5-chi savolga “yo'q” degan javob olingan aksiyalar inobatga olishmaydi. Qolgan aksiyalar esa sotib olish uchun nomzod bo'ladilar.

Qaysi aksiyalarni sotish kerak degan qarorga investor Grexem-Ri yondashuviga asosan kelmoqchi bo'lsa, ikki hol ko'rsatiladi: aksiyalar kursi 50 foizga ko'tarilganida yoki ularni sotib olinganidan ikki yil o'tsa (bu holatlarning qaysi biri oldinroq sodir bo'lsa) sotib yuborishi lozim bo'ladi. Agarda bu ikki hol ham sodir bo'lmasa, aksiyalar dividend bermasa yoki ko'rsatilgan savollarga “yo'q” degan javob bo'lsa, unda aksiyalar tezdan sotilishi shart bo'ladi.

Fundamental tahlilining *afzalligi* quyidagilardan iborat:

- kompaniya-emitent aksiyasining bozordagi haqiqiy kursini belgilaydi;
- portfel tarkibidagi “nedootsenenniy” va “pereotsenenniy” aksiyalar aniqlanadi, portfel riski kamaytiriladi va daromadlik oiriladi;
- yuqori daromad keltiruvchi va mablag‘lar xavfsizligini ta’minlovchi optimal portfel shakllantiriladi.

10.3. Moliya bozori texnik tahlili

Texnik tahlil – bu fond bozori holatini o‘rganishga qaratilgan tahlildir. Texnik tahlil o‘tgan savdo narxlarini o‘rganish maqsadida, ularning kelajakdagi ehtimoliy rivojlanish yo‘nalishlarini aniqlashdan iborat. Joriy narxlar dinamikasi o‘tgan savdo narxlari dinamikasi bilan solishtiriladi va shu orqali narxlarning kelajakdagi o‘zgarishi prognoz qilinadi.

Shuning uchun, texnik tahlil bilan shug‘ullanuvchi tahlilchi bozorga ta’sir etuvchi tashqi omillarni e’tiborga olmasdan, faqat uning dinamikasi ko‘rsatkichlarini o‘rganadi.

Texnik tahlilning boshqacha nazariy asosi shundaki, bozorning o‘tgan savdo holatlari davriy takrorlanadi. Shu bilan birga, investorning vazifasi shundan iboratki, bozorning o‘tgan savdo dinamikasini o‘rganish asosida, uni keyingi o‘zgarish dinamikasini aniqlash.

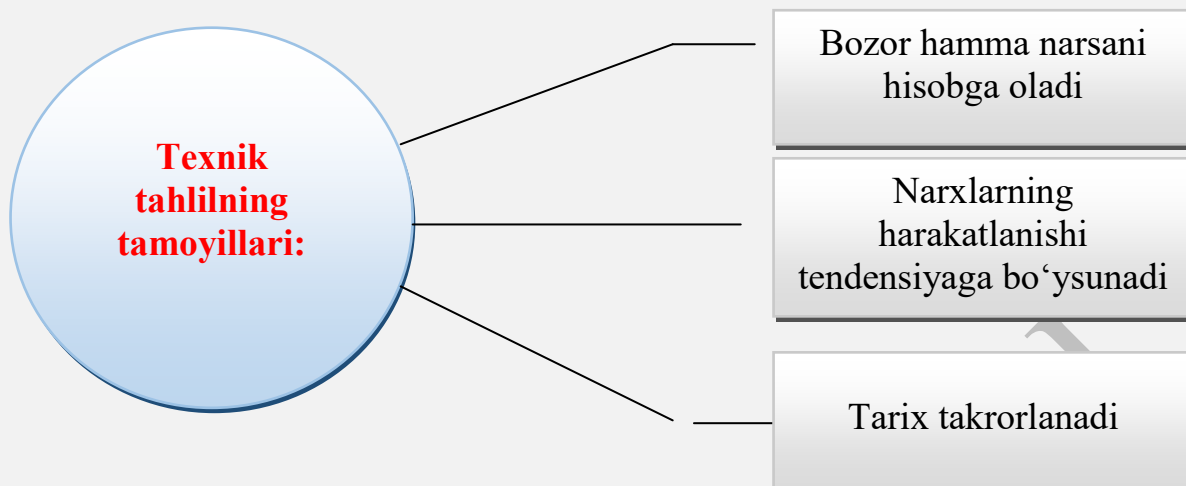
Bozor konyunkturasi talab va taklifning o‘zaro harakatlanishiga bog‘liq.

Texnik tahlil talab va taklifning o‘zaro to‘g‘ri kelmaslik momentini aniqlaydi va moliyaviy instrumentni qachon sotib olish va sotish mumkin degan savollarga javob beradi.

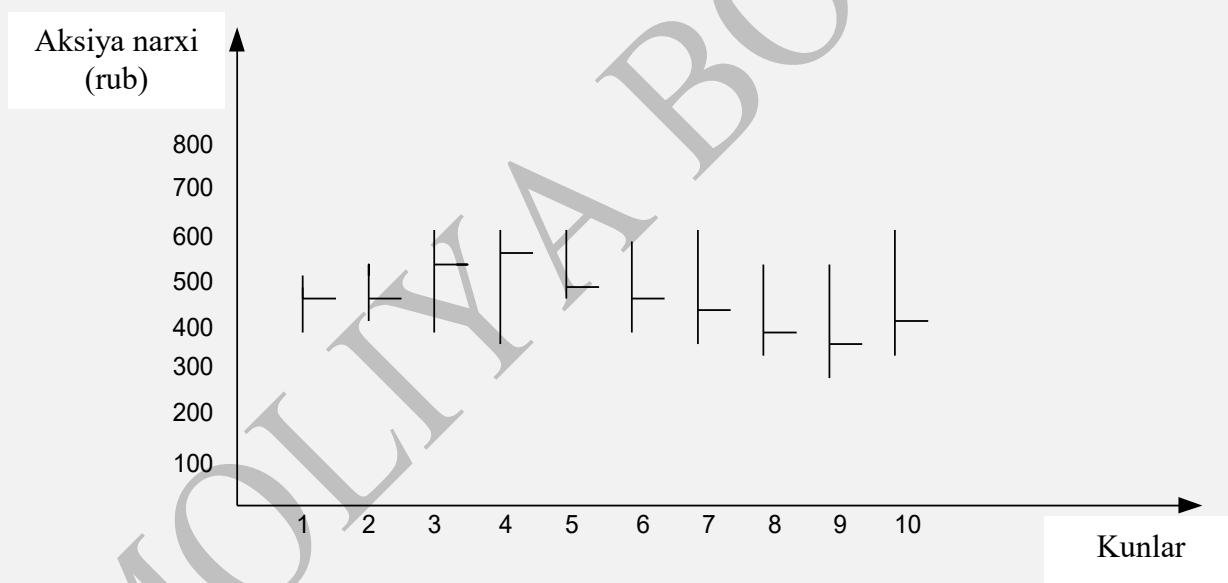
Texnik tahlilchi asosan bozorning qisqa muddatli dinamikasini prognoz qilishga harakat qiladi.

Tahlil mobaynida investor qimmatli qog‘oz dinamikasi va narx trendi yo‘nalishi haqida ma’lumot beruvchi **grafiklardan foydalanadi**. Ularning asosiy turlari quyidagilar:

- ustunli diagrammalar;
- narx harakati grafiklari;
- x-o diagrammalari.

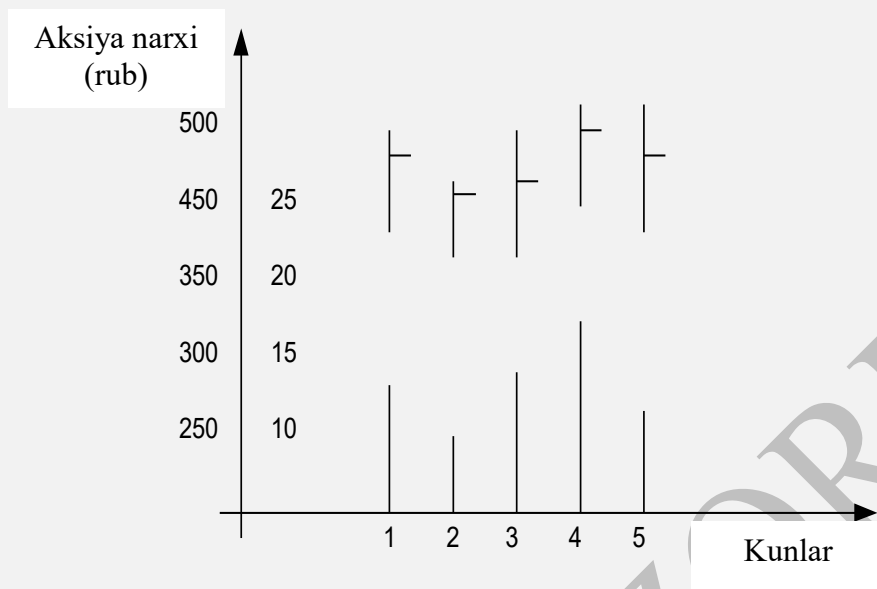


10.1-rasm. Texnik tahlil tamoyillari



10.2-rasm. Ustunli diagramma

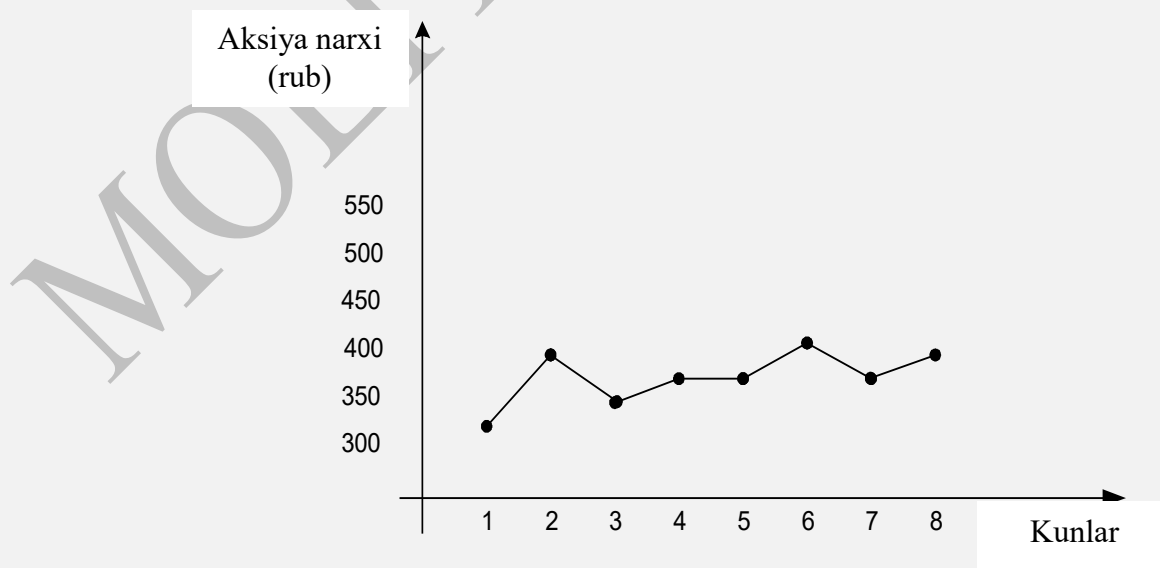
Diagrammadagi har bir ustun o'tgan savdo kunidagi aksiya narxining tebranishini ifodalaydi. Ustunning yuqori nuqtasi savdo kunidagi eng yuqora narxni ifodalasa, pastki nuqtasi savdo kunidagi eng past narxni ifodalaydi. Yopilish bahosini ifodalash uchun esa ustunga perpendikulyar chiziqcha o'tkaziladi.



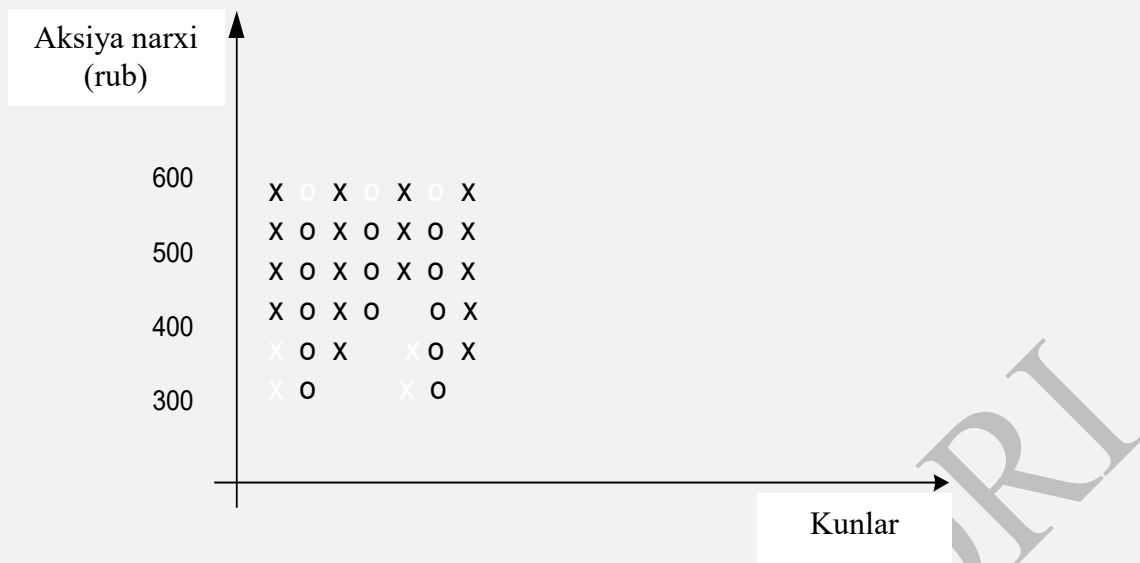
10.3-rasm. Savdo hajmi ma'lumotlari bilan to'ldirilgan ustunli diagramma

Bu holatda absissa o'qi bo'yicha chap tomonda narx, o'ng tomonda esa savdo hajmi ifodalanadi. Rasm pastidagi ustunchalar savdo kunidagi hajmni ko'rsatadi.

Aniqroq aksiya narxi harakati tasvirini olish uchun ularning narxlarini birlashtirish mumkin. Masalan, to'g'ri chiziqlar orqali yopilish bahosini:



10.4-rasm. Aksiya narxi tebranishi grafigi



10.5-rasm. Aksiya narxi trendi yoʻnalishi

Tahlilchi narx har bir oʻzgarishini qayd qilib boradi. Agar narx bir pogʻona oʻssa, u holda diogrammaga X belgisi qoʻyiladi. Keyingi narx oʻsishida yuqoriga yana bir X belgisi qayd qilinadi. Agar narx bir pogʻona pasaysa, u holda oʻng tomondan yangi ustun ochiladi va shu ustundan 0 belgisi bilan belgilanadi.

Texnik tahlil mazmunan har qanday moliyaviy aktivning bozor narxini moliya bozori obyektiv baholaydi, degan fikrdan kelib chiqadi. Bu usul umuman olganda aksiyalar bozori kurslari konyunkturasini konkret kompaniya aksiyalari kurslari dinamikasiga prognoz berish uchun oʻrganadi. Bunda avval kurslar dinamikasida sikllar (davrlar) yoki qaytariladigan tendensiyalarni aniqlash maqsadida oldingi davrlar uchun bozor kurslari tadqiq qilinadi. Keyin esa avvalgi davrlarda aniqlangan tendensiyalarga oʻxshash joriy tendensiyalarni aniqlash maqsadida vaqtning oxirgi davri uchun aksiyalar kurslari tahlil qilinadi. Tahlilning oxirida hozirgi mavjud va avvalgi aniqlangan aksiyalar kurslari tendensiyalari oʻzaro solishtiriladi. Bunda narx trendlari davriy qaytariladi deb qabul qilinadi. Shunday qilib, analitik koʻrilayotgan aksiyalar boʻyicha avvalgi va joriy bozor tendensiyalarini aniqlagan holda, kurslarning kelajakdagi dinamikasini yetarlicha aniq prognoz qilishga ishongan holda tahlil qiladi.

Texnik tahlil yordamida fond bozoridagi narxlar dinamikasini iqtisodiy hodisalarning mazmuniga kirmasdan tadqiqini amalga

oshirsa bo‘ladi. Uni yana grafik tahlil (grafiklar, gistogrammalar, nuqtali diagrammalar, narxlar harakati, indekslar usuli) ham deyiladi. Bunda fond indeksleri bozor holatini yaxshiroq ifodalaydi.

Texnik tahlilni amalga oshirishga quyidagi muhim tahminlarga asoslaniladi:

- tashqi omillarning har qanday o‘zgarishlari qimmatli qog‘ozlarni bozor narxleri (kursleri) dinamikasida o‘z aksini topadi;

- fond bozoridagi narxlar dinamikasi oldindan idrok qilinadigan ma’lum qonuniyatlarga bo‘ysunadi, bunday qonuniyatlar barqaror bo‘lishi mumkin;

- qimmatli qog‘ozlar kurslarining avvalgi va joriy bozor tendensiyalarini o‘rganish asosida ularning kelajakdagi o‘zgarish dinamikasini prognoz qilish mumkin.

Grafik tahlil quyidagi uch asosiy masalani yechishda qo‘llaniladi – fond bozoridagi narxlar darajasini prognoz qilish; qimmatli qog‘ozlarni sotish va sotib olish vaqtining optimal momentini topish; fundamental tahlil natijalarining to‘liqligi va to‘g‘riligini tekshirish.

Hozirda har ikkala usul bir-birida farqlansada, o‘zlarida bir-birlarining u yoki bu komponentlarini qo‘llaydilar. Bundan tashqari ular boshqa tahlil nazariyalari unsurlarini ham o‘z ichiga olishgan, masalan, “effektiv bozor” modellarini, “ehtimoliy asosda behosdan qilingan tanlov” konsepsiyasini. Bunga qaramasdan har ikkala usul ham hozirda fond bozorlarini tahlil qilishda bosh mavqega ega bo‘lib kelmoqda. Lekin, bu usullar yangi yondashuvlarni paydo bo‘lishi evaziga takomillashib bormoqda. Masalan, I.Fisherning foiz stavkalar nazariyasini, Uilyamsning kapital aktivlarni baholash nazariyasini, Naytning aniq bo‘lmagan omillar va risklarni sifat tahlili metodini, Markovichning (keyinchalik Sharp, Tobin, Lintner, Mossin, Blek, Shoulzlarning) optimal portfelni tanlash nazariyasini, SARM modellarini, Elliotning to‘lqinlar nazariyasini, Sorosning refleksiv nazariyasini, Rossning ART modellarini, Molilyani va Millerning nazariyalarini, va h.k. nazariyalarni keltirish mumkin.

Ta’kidlash joizki, texnik tahlil usuli barcha mutaxassislar tomonidan oson qo‘llanilishi mumkin, fundamental tahlil usulini esa har qanday mutahassis tomonidan oson qo‘llashi qiyinroq kechadi. Chunki fundamental tahlil ancha qiyin ish bo‘lib, yetarli ma’lumotlar

bazasini shakllantirishni va mos ravishda moliyalashtirilishni talab qiladi.

Sekyurimetrik tahlil yordamida bozordagi qimmatli qog'ozlarning ekvivalentlilik potentsiali darajalari asosida fond bozorining potentsialini baholash mumkin. Bunda ekvivalentlilik potentsialini natijaviy vektorning miqdoriga (natijaviy yo'naltirilgan kuch sifatida) ko'paytmasi qimmatli qog'ozning quvvati kuchini, bu quvvatlarning yig'indisi esa qimmatli qog'ozlar bozori muhitining quvvati kuchini bildiradi.

10.4. Trend turlari va shakllari

Qimmatli qog'ozlar bozorida turli xildagi qimmatli qog'ozlar oldi-sotdi operatsiyalari amalga oshiriladi. Operatsiyalar chog'ida qimmatli qog'ozlarning narxlari doimo o'zgaruvchan tendensiyaga ega bo'ladi. Narxlarning o'zgarishi natijasida trendlar hosil bo'ladi.

Trend – bu baholarning, ya'ni fond bozoridagi qimmatli qog'ozlarning oldi-sotdisida belgilanadigan baholarning muayyan yo'nalishlar bo'yicha o'zgarishidir.

Trendlar davom etish muddatiga ko'ra:

1. Uzoq muddatli (birlamchi) trend, ya'ni bunda qimmatli qog'ozlar narxi uzoq muddat (1 yil hatto undan ortiq) o'zgarishi kuzatiladi.
2. Yonlanma (ikkilamchi) trend – bozorining asosiy tendensiyasi harakatini to'g'irlovchi (korrektiruyushiy) trend hisoblanadi.
3. Kichik trendlar – narxlarning kunlik o'zgarishi, tebranishdir.

Trendlar narxlarning harakati yo'nalishiga ko'ra:

- 1) O'suvchi yoki "buqa" lar trendi.
 - 2) Pasayuvchi yoki "ayiqalar" trendi.
 - 3) Gorizontal trend yoki flet.
1. O'suvchi yoki "buqalar" trendi (uptrend, upward, bullish trend) shunisi bilan xarakterlanadiki, bozordagi tebranishlarning past narxlari ko'tarila boshlaydi. Ko'tariluvchi (o'suvchi) trendda bizga pastdan chegara belgilashimiz juda muhimdir, chunki bunday holatda stavkalar narxlarning ko'tarilishiga qo'yiladi.

Narxni pastda chegaralovchi chiziqni kesishuvi, narxlar ko'tarilgandagi trend so'nayapti yoki umuman yo'nalishini o'zgartirmoqda deb signal beradi.

Narxlarni pastdan chegaralab turuvchi to'g'ri chiziq qo'llab-quvvatlovchi chiziq deb ataladi.

2. Pasayuvchi yoki "ayiqqlar" trendi (downtrend, downward, bearish trend) bozorda maksimal tebranuvchi narxlar pasaya boshlashidan vujudga keladi.

McDonalds kompaniyasi aksiyalarining bozordagi kursi 6 oy davomida o'suvchi trendga ega bo'lgan, lekin avgust oyida narxlardagi burilish pasayuvchi tendensiyaga o'zgargan va bozorda "ayiqqlar" trendi hukmron. Investor esa, McDonalds kompaniyasi aksiyalarini avgust oyida sotishi kerak, aks holda katta zarar ko'rishi mumkin.

Pasayuvchi trendda narxlarni yuqoridan chegaralab turuvchi to'g'ri chiziq qarshilik chizig'i deb ataladi.

"Ayiqqlar" bozorida biz narxlarning pasayishiga qo'yamiz, chunki biz uchun narxlarni yuqoridan chegaralab turuvchi to'g'ri chiziq muhimdir. Qarshilik to'g'ri chizig'ining pasayishi, kesishuvi trend bilan o'zgarayotganidan dalolat beradi.

Bir vaqtning o'zida aniq qo'llab-quvvatlash to'g'ri chizig'iga hamda qarshilik to'g'ri chizig'iga ega bo'lgan trend ko'plab qiziqishlar uyg'otadi (3-rasmga qarang). Bu trendda narxlarning ham yuqori ham past darajalarini prognozlashtirishga imkon bo'ladi.

3. Uchinchi trend turi – gorizontaal trend (trendning mavjud emasligi). Bu trendda narxlar gorizontaal diapazonda tebranadi. (sideways, Flat market, trendless). Bu trendning qo'llab-quvvatlash yoki qarshilik chiziqlari bo'ladi, lekin narxlarning yuqoriga yoki pastga harakatining aniq tasviri bo'lmaydi.

Bundan tashqari, trendlarni shakli bo'yicha tasniflashimiz mumkin. Fond bozori savdolarida eng ko'p uchraydigan trend shakllaridan biri, bu "bosh" va "yelka" trendidir.

Bu chizmada narxlarni o'zgarishi natijasida "bosh" va "yelka" trend turlari o'z aksini topgan. Bunda savdo boshlangandagi ochilish bahosidan boshlab narxlar ko'tarilib boradi va eng yuqori nuqtaga yetib, pastga o'z yo'nalishini o'zgartiradi. Agar biz bu nuqtalarni tutashtirib chiqsak, bosh va yelka tasvirlari hosil bo'ladi.

“Ikki qoya” trendida narxlar faqat 2 marta maksimal nuqtaga erishadi. Bu holda A nuqtada qimmatli qog‘ozlarni albatta sotib yuborish kerak. “Ikki jarlikda” esa buning aksi.

Bu rasmda ko‘rishimiz mumkinki, RTS indeksining fond bozoridagi dinamikasi orqali 10 oy ichida “ikki qoya” trend shakli hosil bo‘lgan. Trendning ikkinchi maksimum nuqtasi narxlarning qayrilishini, burilishini ifodalab, bozorda RTS indeksi trendi tendensiyasining o‘zgarishini anglatadi, ya’ni “buqalar” trendidan “ayiiqlar” trendiga. Investor uchun bu trend shaklining ahamiyati shundaki, ikkichi maksimum nuqta RTS indeksining keyingi savdolarida pasayishini ogoh qiladi.

10.5. Yapon shamlari turlari va modellari

Yapon shamlari uzoq yillardan buyon yapon treyderlari tomondan texnik tahlil uchun qo‘llanib kelingan. Yaqin yillardan boshlab esa boshqa davlat treyderlarining diqqatini tortgan.

Umuman olganda, qimmatli qog‘ozlar bozorida sek’yurimetrik tahlil usullaridan foydalanish bozor ishtirokchilari uchun (emitent, investor, professional qatnashchilar) qimmatli qog‘ozlarning kurslarini kelajakdagi o‘zgarishlarini yoki muayyan tendensiya bo‘yicha harakatini prognoz qilishga yordam beradi. Emitent aksiyalarini fond bozorida sek’yurimetrik tahlil usullaridan foydalanib tahlil qilish, uning aksiyalari bo‘yicha oldi-sotdi bitimlarini tuzish, emitent obro‘sig a ijobiy ta’sir ko‘rsatadi.

Qimmatli qog‘ozlar bozorida oldi-sotdi qilinayotgan moliyaviy instrumentlar narxi yoki kursi talab va taklifga qarab tez-tez o‘zgarib turishi mumkin. Shuning uchun, bozor professionallari kursning ijobiy va salbiy o‘zgarishida katta foyda yoki zarar ko‘rishi mumkin. Zararni kamaytirish va maksimal foyda ko‘rish uchun bozor professionallari qimmatli qog‘ozlar kurslarining kelajakdagi o‘zgarishini prognoz qilishlari mumkin. Bunday holda, texnik tahlil usulidan foydalaniladi.

Rivojlangan fond bozorlarda qimmatli qog‘ozlar kursining kelajakdagi o‘zgarishini prognoz qilishda texnik tahlil usullaridan biri yapon shamlaridan foydalaniladi. Texnik analizda markaziy o‘rinni yapon shamlari grafigini tahlili egallaydi. Yapon shamlari grafiklari

orqali prognozlash 80-90 yillarning eng mashhur metodlaridan edi. Yapon shamlari odatda bar (kesmali)li grafikka mos ravishda yasaladi.

Jahon amaliyotida quyidagicha metod qabul qilingan, agar bar ochilish bahosiga nisbatan yuqori darajada yopilsa, oq rangdan; agar yopilish bahosi ochilish bahosidan past bo'lsa qora rangdan ifodalaniladi. Quyidagi 4.3.1 rasmda Boenig Co. kompaniyasi aksiyalarining dinamikasini yapon shamlarida ko'rishimiz mumkin.

Bu rasmda Boenig Co. kompaniyasi aksiyalari o'suvchi tendensiyada ochilgan bo'lib, 1-raqamigacha davom etgan. 2-raqamida bozorda "ayiqalar" trendining kuchli namoyon bo'lishi ko'rsatilgan bo'lsa, 3-raqamda yapon shamining shakli asosiy ahamiyatga ega bo'lib, bu trend aksiya narxlarining o'zgarishiga, qayrilishiga olib kelgan, ya'ni keyingi savdo sessiyalarida bozorda "buqalar" hukmron bo'lishgan. Investor esa sotib olgan aksiyalarini 3-raqamdagi savdo sessiyasida sotishi kerak, aks holda katta zarar ko'rishi mumkin.

Sham chizig'i ochilish va yopilish bahosi, maksimal va minimal ko'tarilish baholariga bog'liq holda turli xil ko'rinishlarda namoyon bo'ladi.

Yapon shamlarining turlari va modellarini bilish va o'rgansh investor uchun fond bozorida mavjud risklarni xedjirlashi yoki qimmatli qog'ozlar oldi-sotdisida ko'rilishi mumkin bo'lgan zararlarni oldini olishi mumkin.

An'anaviy yapon shamlari keng qo'llanilishi bilan birga quyidagi turlari mavjud:

Marubozu – bu yapon shami turida o'suvchi tendensiyani saqlagan holda, bozorda "buqalar"ning kuchli namoyon bo'lishi.

Uzun tanli sham – bu yapon shami turida savdo sessiyasida qimmatli qog'ozning ochilish va yopilish narxlari o'rtasidagi anchagina farqni ko'rishimiz mumkin.

Doji – savdo sessiyasida qimmatli qog'ozlarni ochilish va yopilish narxlarining bir xil bo'lishida kuzatiladi. Boshqa yapon shamlarining turlari bilan kombinatsiyasida uning ahamiyatini ko'rishimiz mumkin, lekin asosiy ahamiyatli yapon shamlari turlariga kiradi. Bundan tashqari, doji ahamiyatli sham modellari tarkibiga kiradi. Doji bozor ishtirokchilari harakatidagi ishonchsizlik holatlarini ko'rsatadi, shuningdek, bozordagi narxlarning qayrilishini, o'zgarishini bildiradi.

Doji har doim ham fond bozorlarda uchramaydi, shuning uchun o‘z ahamiyatini yo‘qotmaydi, agar fond bozorlarda tez-tez uchraydigan bo‘lsa, doji o‘z ahamiyatini yo‘qotadi.

Dojining quyidagi turlarini mavjud:

1. Qimmatli qog‘ozning maksimal va minimal nuqtalari bo‘lmagan doji turi.

2. Dojining eng ko‘p uchraydigan turi.

3. Uzun oyoqli doji – uzun maksimal va minimal nuqtalarga ega. Agar dojining maksimal nuqtasi qanchalik uzun bo‘lsa, uning shunchalik “ayiq” trendi imkoniyati kuchli bo‘ladi.

Uzun oyoqli dojining ahamiyati, o‘sovchi tendensiyada bu doji turining namoyon bo‘lishi narxlarning qayrilishiga, ya’ni pasayuvchi tendensiyaga o‘zgarishiga olib keldi. Fond bozori ishtirokchilari uchun foyda ko‘rish yoki zararni oldini olishda katta ahamiyatga ega.

Doji “qabr toshi” - uning minimal nuqtasi bo‘lmagan doji, lekin maksimal nuqtaga ega, ya’ni savdning ochilish va yopilish bahosi tahlil etayotgan vaqtimizdagi minimumga to‘g‘ri keladi.

Dojining bu turi ham uzun oyoqli dojiga o‘xshab uning “buqalar” trendida paydo bo‘lishi keyingi savdolarida “ayiq” trendi imkoniyatlarini oshirayapti, ya’ni keyingi savdolarida fond bozorida “ayiq” trendi hukmron bo‘ladi. Investor uchun bu doji turining ahamiyatli tomoni shundaki, “qabr toshi” dojin bozorda namoyon bo‘lishi bilan investor o‘z aksiyalarini sotishga tushadi va keyingi savdolarida aksiyalarni yanada arzon bahodan sotib olishga harakat qiladi.

Doji “ninachi” – “qabr toshi”ning teskarisi: bu dojida yuqori maksimal nuqtaga mavjud emas, lekin uzun minimal nuqtaga ega. Hisoblanadiki, doji “ninachi” qanchalik uzun minimal nuqtaga ega bo‘lsa, shunchalik bozor ishtirokchilari optimistik kayfiyatda bo‘lishadi.

Doji “ninachi”ning ahamiyati doji “qabr toshi”ning teskarisi, faqatgina doji “ninachi” pasayuvchi trendda namoyon bo‘lib narxlarning qayrilishi, burilishiga sabab bo‘ladi, ya’ni o‘sovchi trendga o‘zgarishiga.

Fond bozori professional qatnashchilari, investorlar qimmatli qog‘ozlar oldi-sotdisida ishtirok etishar ekan, ularning maqsadi katta foyda olish bilan bog‘liq. Shuning uchun, bu bozor qatnashchilari qimmatli qog‘ozlar narxlarining kelajakdagi o‘zgarishini prognoz

qilishi uchun yapon shamlaridan foydalanadilar. Lekin faqat doji turlari bilangina fond bozori holatini tahlil qilish mumkin emas, hamda investor doji turlarini o‘rganish orqali fond bozorida o‘z strategiya va taktikalarini bajara olmaydi, ammo doji yapon shamlari modellarida ham ahamiyatli hisoblanadi.

Shunday ekan, yapon shamlarining modellarini bilish va o‘rganish fond bozorining bugungi va kelajakdagi holatlarini prognoz qilishda katta ahamiyatga ega. Yapon shamlari modellarining quyidagi turlari mavjud:

1. Yutish (qo‘shib olish) modeli.
2. Tongi va tungi yulduz modellari.
3. Uch qora qarg‘a modeli.
4. Uchta oq askar modellari va boshqalar.

Yutish (qo‘shib olish) modeli “buqalar” va “ayiqalar” turlariga ajraladi.

Yutish modeli ikkita sham orqali shakllanayapti. Bunda 2-shamning tanasi 1-shamnikidan uzun bo‘lib uni yutib yuborayapti, ya’ni 2-shamda savdolar hajmi oshgan, shuning uchun savdolarning ochilish va yopilish baholari o‘rtasida katta farq mavjud va bu holat 2-sham tanasiga ta’sir qilgan. ”Buqalar” modelida 2-shamning namoyon bo‘lishi va 1-shamning yutib yuborilishi qimmatli qog‘ozlar savdolaridagi trendning pasayuvchidan o‘svuvchi trendga o‘zgarishiga olib keladi. Investor esa, 1-shamda, ya’ni pasayuvchi trendda aksiyalarni xarid qiladi ikkinchi va undan keyingi shamlarda, ya’ni o‘svuvchi trendda sotadi. “Ayiqalar” modeli “buqalar” modelining teskarisi.

Yapon shamining tonggi va tungi yulduz modellari o‘svuvchan hamda pasayuvchan tendensiyada shakllanadi.

Fond bozorida may oyigacha qimmatli qog‘ozning narxlari “ayiqalar” trendiga bo‘ysungan bo‘lib, kichik oq tanali va uzun minimal nuqtasiga ega bo‘lgan shamning paydo bo‘lishi (savdo hajmlarining kichik bo‘lishi) aksiya narxlarning burilishiga, ya’ni “buqalar” trendiga o‘zgarishiga olib keldi. May oyining oxirigacha o‘tkazilgan savdolarida bozor o‘svuvchi tendensiyaga bo‘ysungan. Bu modelning namoyon bo‘lishi orqali investorlar “ayiqalar” bozoridan “buqalar” bozorida harakat qilishlari mumkin.

Uch qora qarg'a modeli baland narx atrofida paydo bo'lsa yoki uzoq muddat davom etgan o'suvchan tendensiyadan so'ng narx tushishini o'lchab beradi. Uch qora qarg'ada narxning yopilishi minimal narx atrofida yoki ularning yaqinida bo'lishi kerak. Har bir shamda narxning ochilishi bundan oldingi sham tanasining "ichida" bo'lishi kerak. Uchta qora shamning ketma-ket namoyon bo'lishi keyingi savdolarda fond bozorida to'la-to'kis "ayiqalar" trendining hukmronligini ko'rsatayapti. Investorlar bu modeldan o'z manfaatlarini uchun foydalanishi mumkin, ya'ni ular qimmatli qog'ozlar juda arzon bahodan sotib olishga harakat qilishadi va ma'lum savdo kuni o'tganidan keyin yoki bozor tendensiyasi "buqalar" trendiga o'zgarganida qimmat narxda sotadilar.

Yapon shamlarining boshqa modellari ham fond bozoridagi narxlarning muayyan yo'nalishini o'rganishda, ya'ni qimmatli qog'ozlar trendining o'sishini yoki pasayishini o'rganishda, oldindan bilishda foydalaniladi.

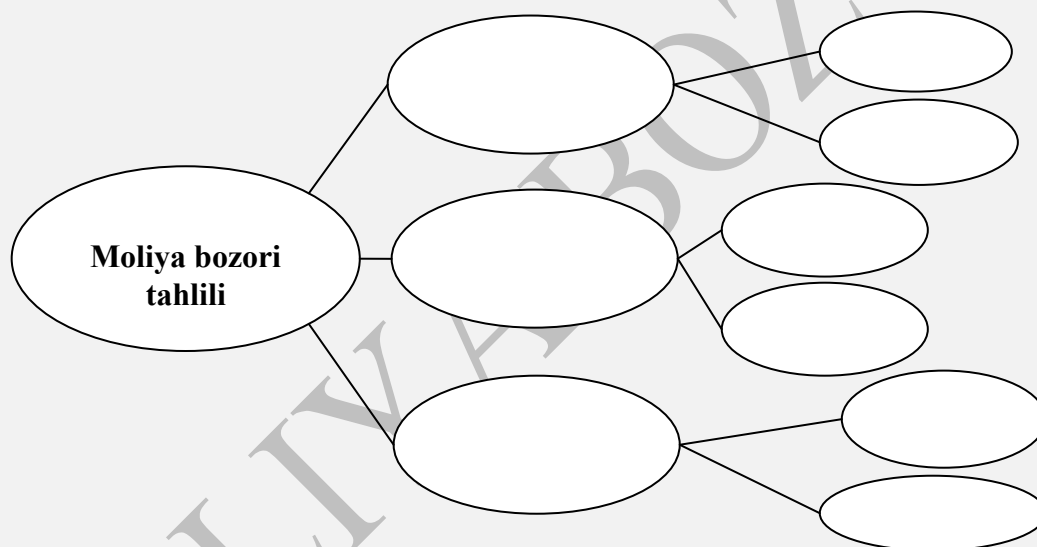
Xulosa qilib shuni aytish joizki, qimmatli qog'ozlar bozorida sek'yurimetrik tahlil usulini qo'llanilishi bu fond bozori infratuzilmasini rivojlanishiga, qatnashchilar sonining oshishi, bilimli mutaxassislarni ish bilan ta'minlanishi, yangi texnologik majmualarni qo'llanilishi, bozor volatilligining o'sishi kabi ijobiy holatlarga olib kelishi mumkin. Bu rivojlanish o'z navbatida mamlakatimizning yalpi ichki mahsulotining o'sishiga katta ta'sir ko'rsatadi.

AMALIYOT DARSİ UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Moliya bozorini tahlil qilishdan maqsad.
2. Moliya bozori tahlili usullari.
3. Moliya bozorida fundamental tahlil qo'llanilishi.
4. Moliya bozorida texnik tahlil qo'llanilishi.
5. Yapon shamlari.
6. Trendlar mohiyati va moliya bozori tahlilidagi o'rni.

2. Moliya bozori tahlili bo'yicha klaster shakllantiring.



3. Fundamental tahlil va texnik tahlil alohida xususiyatlari bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Fundamental tahlil	Texnik tahlil
1	1
2	2
3	3
...	...

TESTLAR

1. Xorijiy amaliyotda moliya bozori bo'yicha keng qo'llaniluvchi tahlil usullari qaysilar?

- a) fundamental tahlil (fundamental analysis);
- b) texnik tahlil (technical analysis);
- d) qimmatli qog'ozlar tahlili (security analysis);
- e) a va d javoblar to'g'ri.

2. Qimmatli qog'ozlar-ning alohida turlarini (yoki guruhlarini) va ularning bozorlarini o'rganib, investitsion jarayonda vaqtning tanlab olingan joriy momentida noto'g'ri baholangan qimmatli qog'ozlarni aniqlashga asoslanagan tahlil – ...

- a) fundamental tahlil (fundamental analysis);
- b) qimmatli qog'ozlar tahlili (security analysis);
- d) texnik tahlil (technical analysis);
- e) statistik tahlili (statistical analysis).

3. Aktivlar narx darajasining o'sishi, pasayishi yoki ularning barqaror holatiga olib kelishi mumkin bo'lgan omillarni aniqlashga asoslangan tahlil - ...

- a) fundamental tahlil (fundamental analysis);
- b) qimmatli qog'ozlar tahlili (security analysis);
- d) texnik tahlil (technical analysis);
- e) statistik tahlili (statistical analysis).

4. Fundamental tahlilga ta'sir e'tuvchi omillarni ko'rsating.

- a) iqtisodiy omillar, siyosiy omillar;
- b) turli mish-mishlar va kutilishlar;
- d) fors-major holatlari;
- e) barcha javoblar to'g'ri.

5. Quyidagilardan qaysi biri Yapon shamlari modellariga kirmaydi?

- a) yutish (qo'shib olish) modeli;
- b) tongi va tungi yulduz modellari;

- d) uch qora qarg'a modeli, uchta oq askar modellari;
- e) barcha javoblar to'g'ri.

6. An'anaviy yapon shamlarining qaysi turida savdo sessiya-sida qimmatli qog'ozlarni ochilish va yopilish narxlarining bir xil bo'lishida kuzatiladi?

- a) marubozu;
- b) uzun tanli sham;
- d) doji;
- e) barcha javoblar noto'g'ri.

7. An'anaviy yapon shamlarining qaysi turida o'suvchi tendensiyani saqlagan holda, bozorda "buqalar"ning kuchli namoyon bo'lishi kuzatiladi.

- a) marubozu;
- b) uzun tanli sham;
- d) doji;
- e) barcha javoblar noto'g'ri.

8. Baholarning, ya'ni fond bozoridagi qimmatli qog'ozlarning oldi-sotdisida belgilanadigan baholarning muayyan yo'nalishlar bo'yicha o'zgarishi – bu...

- a) trend;
- b) o'sish;
- d) tushish;
- e) turg'unlik.

9. Fond bozori holatini o'rganishga qaratilgan tahlil bo'lib, o'tgan savdo narxlarini o'rganish maqsadida, ularning kelajakdagi ehtimoliy rivojlanish yo'nalishlarini aniqlashdan iborat tahlil – bu ?

- a) fundamental tahlil (fundamental analysis);
- b) qimmatli qog'ozlar tahlili (security analysis);
- d) texnik tahlil (technical analysis);
- e) statistik tahlili (statistical analysis);

10. Bozordagi tebranishlarning past narxlari ko‘tarila boshlaydi, ko‘tariluvchi (o‘sovchi) trendda bizga pastdan chegara belgilashimiz juda muhimdir, chunki bunday holatda stavkalar narxlarning ko‘tarilishiga qo‘yiladi...

- a) “ikki qoya” trendi;
- b) “buqa” lar trendi;
- d) “ayiqalar” trendi;
- e) gorizontal trend yoki flet.

MOLIYA BOZORI

XI BOB. MOLIYA BOZORI RISKLARI VA PORTFELNI BOSHQARISH

11.1. Moliya bozori risklari: mohiyati, asosiy turlari va baholash usullari

Investor tomonidan qabul qilinayotgan har qanday moliyaviy qaror risk bilan bevosita yoki bilvosita bog‘liq bo‘ladi. Bu moliya bozorida yaqqol o‘z aksini topadi. Bunga 2008 yildagi jahon moliyaviy-iqtisodiy inqiroz, uning sabablari va oqibatlari misol bo‘lishi mumkin. Bozor nuqtai nazaridan risk – bu aktiv narxini ko‘zda tutilmagan va kutilmagan tarzda o‘zgarishidan kelib chiqadigan yo‘qotishlar riski hisoblanadi.

Moliyaviy instrumentlarni sotib olish bilan bog‘liq risklar moliya bozorida salbiy iqtisodiy hodisalar vujudga kelishi bilan bog‘liq bo‘ladi va quyidagi oqibatlarga olib kelishi mumkin: (1) foyda darajasi kutilayotgan darajadan past bo‘lishi yoki umuman kuzatilmasligi; (2) qimmatli qog‘ozning qiymati tushganda investor kiritgan kapitalining ma’lum qismini yo‘qotilishi; (3) qimmatli qog‘ozning qadrsizlanishi.

Bunday oqibatlar shubhasiz potensial investor qaroriga ta’sir o‘tkazadi. Investorlar moliya bozoridagi risklar mohiyatini bilish, to‘g‘ri baholash va ularni samarali boshqarish uchun moliya bozoridagi risklarlarni ikkiga bo‘lishida, ya’ni: bozor (yoki tizimli, diversifikatsiya qilinmaydigan) risklari va bozordan tashqari (yoki o‘ziga xos, tizimsiz, diversifikatsiyalanadigan) risklar.

Bozor risklari

Bozor risklari – bu bozor omillari o‘zgarishi oqibatida aktiv qiymatini pasayishi riski hisoblanadi. Shuningdek narxlarni noaniqlik bilan o‘zgarishiga ham bog‘liq hisoblanadi. Bozor riski makroiqtisodiy tabiatga ega bo‘ladi, ya’ni riskni vujudga kelish manbasi moliya tizimidagi makroiqtisodiy ko‘rsatkichlar bilan bevosita bog‘liq hisoblanadi. Ushbu risk butun tizimga bog‘liq bo‘lgani sababli

butunlay bartaraf qilib bo'lmaydi. Bozor riskini quyidagi uchta standart shakli mavjud:

1. Fond (yoki narx) riski – bu aksiyalar narxining tushishi riski.
2. Foiz riski – bu foiz stavkasi o'zgarishi riski.
3. Valyuta riski – bu valyuta kurslari o'zgarishi riski.

Bozor risklarini baholash uchun amaliyotda VaR usulidan keng foydalaniladi.

2008 yildagi inqirozdan keyin bozor risklarini aniqlash va baholash muammosi dolzarb bo'lib qoldi. Ushbu davr talabiga munosib iqtisodchi olimlar tomonidan qator statistik usullar va yangi miqdoriy baholash usullari tadqiq qilindi. Iqtisodchi olimlar Dimitrios Bisias, Mark Flood, Andrew W. Lo, Stavros Valavanis tomonidan tadqiq qilingan “A Survey of Systemic Risk Analytics” nomli asarda tizimli riskni turli tomondan miqdoriy baholashning 31ta uslubiyotining sharhi berilgan.⁴⁴ Ulardan amaliyotga joriy qilish imkoniyati nuqtai nazaridan eng samarador va eng keng tarqalgan to'rtta usulni quyida ko'rib chiqamiz.

1. Stress-test usuli. Stress-testlar alohida moliyaviy institutni yoki butun tizimni makroiqtisodiy yoki makromoliyaviy o'zgarishlariga nisbatan qanchalik zaifligini baholashga xizmat qiladi. Stress-testlar boshqa usullardan farqli tarzda tizimli riskni vujudga kelish ehtimolligini emas, balki agar o'zgarish (shok) ro'y bersa, oqibatlar qanaqa bo'lishini aniqlaydi. Stress-test o'tkazilishida odatda bir yoki bir nechta (pozitiv, o'rta, negativ) ssenariylardan foydalaniladi. Ular dastlabki shok kattaligi, prognozlash gorizonti, risk omillarini stress-test obyektining barqarorligiga salbiy ta'sirining darajasi kabi parametrlar bo'yicha farqlanadilar.

Stress-testning quyidagi yo'nalishlari mavjud:

- pastdan tepaga usuli. Masalan banklar o'zining yo'qotishlar darajasini har bir ssenariy bo'yicha mustaqil aniqladilar va umumlashtirish uchun yuqori turuvchi megaregulyator (Markaziy Bank)ga taqdim etadilar.

⁴⁴ *Nicolas Blancher, Srobona Mitra, Hanan Morsy, Akira Otani, Tiago Severo, and Laura Valderrama. Systemic Risk Monitoring (SysMo) Toolkit – A User Guide. IMF Working paper, July 2013.*

- tepadan pastga usuli. Masalan Markaziy Bank tomonidan yagona metodologiya bo'yicha butun tizim (tijorat banklari)ni testdan o'tkazilishi.

Pastdan tepaga usulda har bir bank o'zining riski va yo'qotishlari tizim yoki kontragentlarga ta'siri yoki o'zaro ta'sirini emas, balki o'z faoliyatiga ta'sirini baholaydi.

11.1-jadval

Stress-test kamchiliklari va afzalligi

Kamchiliklar	Afzallik
Statistik ma'lumotlarni to'plashda yo'qotishlar kuzatilishi; Stress sharoitida banklar chiziqli harakatlanmasligi (har bir bank o'zga-cha reaksiya ko'rsatishi).	Nazorat organiga murakkab tizimli modellarni ishlab chiqishi uchun moliyaviy institularda to'plangan riskning konsentratsiyasi va ko'lami haqida dastlabki ma'lumot berishi.

2. Tizimli riskni erta aniqlash indikatorlari. Ushbu usulning mohiyati tizimdagi risk darajasini taqriban aniqlaydigan iqtisodiy indikatorlar aniqlagan chegaraviy qiymatdan yuqori bo'lgan davrlarni aniqlaydi va bu inqiroz boshlanishiga xabar vazifasini bajaradi. Inqiroz bo'yicha erta xabar berish tizimiga misol tariqasida Xalqaro Valyuta Fondi tomonidan qo'llaniladigan moliyaviy barqarorlik ko'rsatkichlari majmuini keltirsa bo'ladi.⁴⁵ Ushbu tizim ikkita indikatorlar guruhiga bo'linadi:

1. CAMELS⁴⁶ indikatorlari moliyaviy inqirozning mikroiqtisodiy tarkibini xarakterlaydi. U asosiy kapital darajasi, aktivlar sifati, boshqaruvning ishonchliligi, foydalilik, likvidlilik va bozor riskiga ta'sirchanlik kabi ko'rsatkichlardan tarkib topadi.

2. Makroiqtisodiy indikatorlar. Ularga iqtisodiy o'sish sur'ati, to'lov balansi holati, inflyatsiya darajasi, foiz stavkasi va valyuta kursi kabi makroiqtisodiy ko'rsatkichlar kiradi.

⁴⁵ Indicators of financial stability. Compilation Guide – Washington, DC, USA: International Monetary Fund, 2007

⁴⁶ CAMELS indekatorlari guruhining nomi uning tarkibiga kiruvchi indikatorlarning bosh harfidan tuzilgan abbreviatura hisoblanadi, ya'ni Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, Sensitivity kabi moliyaviy ko'rsatkichlardan iborat.

Erta xabar berish indikatorlari usuli bo'yicha tanqidlar shundan iboratki, ular inqirozdan keyingi siljishlar ta'sirini, ya'ni inqiroz boshlanganidan keyingi ko'rsatkichlar o'zgarishini inobatga olmaydi.⁴⁷ Shuningdek hech bir kafolat yo'qki oldingi yil qayd qilingan qonuniyatlar kelgusi yilda ham o'z kuchida qolishiga.

3. VaR (*Value at Risk*)ga⁴⁸ asoslangan hisoblash uslubiyoti. 1990-yillar yarmidan to hozirgi kunga qadar yirik xalqaro banklar va regulyatorlar boshchiligida deyarli barcha moliyaviy institutlar risk metrikasi⁴⁹ sifatida VaR (*Value at Risk* – riskning qiymatdagi o'lchovi, risk ostidagi qiymat yoki riskning qiymati)dan foydalanishadi. VaRning bunday umumqabul qilinishi ko'plab munozaralarga sabab bo'ldi. Aksar olimlar metrika subadditiv bo'lmagani, ya'ni divesifikatsiya tamoyillariga va bundan kelib chiqib zamonaviy portfel nazariyasi asoslariga teskari bo'lishi sababli, unga qarshi chiqishdi. (munozara bo'yicha ma'lumotni Szegö (2004) ilmiy ishida ko'rsa bo'ladi)

VaR ko'rsatkichi ma'lum shartlar ostida t vaqt oralig'ida investorning maksimal yo'qotishlarini ifodalaydi.⁵⁰ Rasman bu ko'rsatkich t davr uchun va berilgan α aniqlik darajasi bilan ma'lum aktiv yoki aktivlar portfeliga egalik qilishdan kutilayotgan maksimal yo'qotishlar VaR qiymatidan oshmaslik ehtimolligi α -ga teng bo'lgan qiymatni baholaydi. Boshqacha aytganda, α ehtimollik bilan V_t aktiv (portfel) qiymatit vaqtda o'zining V_0 dastlabki qiymatidan $[0; t]$ davr oralig'ida VaRdan ortmaydigan qiymatga og'maydi:

$$p(V_t - V_0 < VaR) = \alpha.$$

Agar, ehtimollik *VaRdan ortiq holda zarar ko'rish ehtimolligi* $1-\alpha$ ga teng bo'ladi:

⁴⁷ Solntsev O.G., Pestova A.A., Mamonov M.E., Magomedova Z.M. Experience in Developing Early Warning System for Financial Crisis and the Outlook for the Banking Sector in Russia in 2012. // Journal of the New Economic Association, № 12, 2011], URL: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/EcoAs/CMASF12-2011.pdf

⁴⁸ VaR ko'rsatkichi Bazel qo'mitasi, Xalqaro svop va hosilaviy instrumentlar assotsiatsiyasi, AQSH milliy sug'urtachilar assotsiatsiyasi tomonidan tartibga solish instrumenti sifatida foydalanish uchun tavsiya etilgan. .

⁴⁹ Bozor risk metrikasi – bu portfel kelgusi qiymatining noaniqligini o'lchash mezoni, ya'ni portfel daromadi (foyda yoki zarar)ning noaniqligini hisoblash o'lchov birligi hisoblanadi. Uning bosh maqsadi – kutilayotgan (muljallangan) qiymatdan chetlanishlar ehtimolligini aniqlash hisoblanadi.

⁵⁰ Crouhu M., Galai D., Mark R. Risk management. – N.Y.: McGraw Hill, 2001

$$p(V_t - V_0 > VaR) = 1 - \alpha.$$

E'tibor qilsak, matematik nuqtai nazardan VaR ko'rsatkichi α tartibdagi tasodifiy ifoda taqsimotining kvantili hisoblanadi. Umumiy holatda $F(x)$ uzluksiz taqsimot funksiyasiga ega tasodifiy X ning α tartibdagi kvantili (quantil) deb $X < u_\alpha$ ni qanoatlantiradigan shunday u_α qiymatki, u uchun hodisaning ehtimolligi α ga teng bo'ladi:

$$F(u_\alpha) = p(X < u_\alpha) = \alpha$$

Quyidagi jadvalda o'rta qiymatdan chetlanish ehtimolliklariga mos keluvchi, standart chetlanishlar sonda ifodalangan normal taqsimot kvantillari keltirilgan.

11.2-jadval

Normal taqsimot kvantillari

Ehtimollik α, %	99,99	99,00	97,72	95,00	90,00	84,13	50,00
Kvantil i_α	3,715	2,326	2,000	1,645	1,282	1,000	0,000

Ushbu ko'rsatkichdan α ehtimollikdan ortmaydigan yoki $1-\alpha$ ehtimollikdan ortishi mumkin bo'lgan yo'qotishlar yoki zarar ko'rishning chegaraviy qiymatini aniqlash uchun foydalanish mumkin.

Agar narxlar o'zgarishining ehtimolli taqsimoti normal taqsimot qonuniga bo'ysunsa, VaR miqdorini quyidagi formula bo'yicha hisoblash mumkin:

$$VaR = V_0 * u_\alpha * \sigma_t,$$

bu yerda

V_0 – aktiv (portfel)ning dastlabki qiymati;

t – ko'rilayotgan davr (risk gorizonti);

σ_t – t vaqt davomida aktiv (portfel) qiymati yoki daromadining standart chetlanishi;

α – ahamiyatlilikning tanlangan darajasi.

Demak VaR ikkita parametr bilan ifodalanadi:

1) ahamiyatlilik darajasi (significance level) – α yoki ishonchlilik darajasi (confidence level) – $1-\alpha$;

2) savdo kunlari orqali o'lchanadigan risk gorizonti (risk horizon) – h .

Odatda ahamiyatlilik darajasi tashqi subyekt tomonidan belgilanadi. Misol uchun Bazel II kelishuvi doirasida tijorat banklari o'zlarining bozor risklarini VaR yordamida baholayotganlarida ahamiyat-

lilik darajasini 1% deb olishadi, ya'ni bu 99% ishonchlilik darajasi hisoblanadi. Kredit reytingi agentliklari esa bundan ham jiddiyroq daraja belgilashadi, ya'ni yuqoriroq ishonchlilik darajasi (0,03% ahamiyatlilik yoki 99,97% ishonchlilik darajasi)ni qo'llashadi. Bunday tashqi regulyatorlar bo'lmagan taqdirda VaRning ahamiyatlilik/ishonchlilik darajasi foydalanuvchining riskka nisbatan yondashuviga bog'liq hisoblanadi. Foydalanuvchi qancha konservativ bo'lsa, shuncha α qiymati past bo'ladi va mos ravishda ishonchlilik darajasi ham shuncha yuqori qo'llaniladi.

Risk gorizonti – bu potensial (istiqboldagi mumkin bo'lgan) yo'qotishlarni qancha davr oralig'i uchun hisoblanishini anglatadigan muddat. Turli risklar tabiiy ravishda ularning likvidliligiga qarab turli vaqt oralig'i bo'yicha baholanadi. Misol uchun Bazel kelishuviga muvofiq VaRning risk gorizonti 10 kunni tashkil etadi. Ichki yoki tashqi tartibga solish mexanizmlari mavjud bo'lmagan holatlarda VaRning risk gorizonti sifatida riskka uchrashning kutilayotgan davr oralig'i olinadi. Likvid aktivning riskka uchrashi likvid bo'lmagan aktivga nisbatan ancha tez kutiladi va muvofiq tarzda tez to'liq xedjirlanadi. Shuningdek riskdan holi bo'lish muddati uning sodir bo'lishining ko'lami (razmeri) va bozor likvidligiga bog'liq hisoblanadi.

4. Spetsifik (o'ziga xos) risklar.

Maxalanobis tafovuti. 1927 yilda hind statistigi Chandra Maxalanobis tomonidan bosh chanog'ining o'xshashligini tekshirish uchun ishlab chiqilgan modeldan Kritsman va Li moliya bozoridagi nobarqarorlikni aniqlash uchun foydalanilgan. Ushbu d_t – “nobarqarorlik indeksi” quyidagicha aniqlanadi:

$$d_t = (y_t - \mu) \sum^{-1} (y_t - \mu)^T ,$$

bu yerda, y_t – t davr uchun aktivlar daromadlilikining vektori;

μ – oldingi davrlarning o'rtacha daromadlilik vektori;

Σ – oldingi davrlar daromadliliklarining kovariatsion matritsasi.

Ushbu indeks aktivlar daromadlilikining tarixiy o'rtacha daromadlilikdan chetlanishga moyilligini o'zida aks ettiradi. Olib borilgan tadqiqotlar natijasida d_t o'zgarishi moliya bozorining muvozanatsizligiga olib keladigan hodisalar bilan mos kelishi aniqlandi.

Qoplash koeffitsiyenti. 2010 yilda Kritsman va Li tomonidan tizimli riskni o'lchash bo'yicha yana bir statistik instrument taqdim (taklif) qilindi. Ushbu yondashuv asosida asosiy komponentlar usuli (Principal Component Analysis, PCA) yotadi. Bunda maksimal ma'lumot sonini saqlagan holda ma'lumotlar hajmini qisqartirish qo'llaniladi. RSA dastlabki ko'rsatkichlar (asosiy komponentlar)ning kovariatsion matritsasini umumiy variatsiyaning ulushi bo'lgan o'z qiymatlari bo'yicha yoyishga asoslanadi.

Mualliflar qoplash koeffitsiyentini vaqt oraliqlarining o'zaro bog'liqligi ko'rsatadigan o'lchov birligi sifatida ishlatishni taklif qilishadi. koeffitsiyent quyidagi ko'rinishga ega:

$$AR = \frac{\sum_{i=1}^N \sigma_i^2}{\sum_{j=1}^N \sigma_j^2},$$

bu yerda:

AR – o'z vektorlari guruhi bilan ifodalanadigan (qoplanadigan) umumiy variatsiya ulushi;

$\sigma_1^2, \sigma_2^2, \sigma_3^2 \dots \sigma_N^2$ – kamayib borish tartibi bo'yicha kovariatsion matritsaning o'z vektorlari;

N – matritsa rangi.

AR qiymatining ortishi ko'chmas mulk bozorida pufak hosil bo'layotgani va xavf yaqinlashayotgani haqida ogohlantiradi. Keyingi qadamda koeffitsiyentning standart o'zgarishini hisoblash ko'riladi:

$$\Delta AR = \frac{AR_{15days} - AR_{1year}}{\sigma},$$

bu yerda:

$AR(15days)$ va $AR(1year)$ – mos ravishda AR ning 15 kunlik va 1 yillik o'rtacha qiymatlari;

σ – AR ning oldingi hisobot davridagi standart chetlanishi.

AQSH fond bozorining qulashini bir oy oldin bashorati doim AR ko'rsatkichini bir birlik sigma og'ishiga olib kelgan.

Bozordan tashqari risklar

Bozordan tashqari risklar bozor holati bilan emas, balki alohida aktivning o'ziga xos jihatlari bilan bog'liq risk hisoblanadi. Misol

uchun ushbu risk turiga asosan korxonaning noiqtisodiy omillari (rahbariyatni nokompetentligi) tufayli uning aksiyasiga ta'sir riski sifatida ko'rish mumkin. Ushbu riskni portfelni diversifikatsiya qilish orqali umuman bartaraf qilinishi mumkin. Diversifikatsiya samarasini korrelyatsiya koeffitsiyenti orqali tushuntirish mumkin.

Ikkita o'zgaruvchanning birga harakatlanish tendensiyasi korrelyatsiya deyiladi va korrelyatsiya koeffitsiyenti ushbu tendensiyani o'lchab beradigan ko'rsatkich hisoblanadi. Korrelyatsiya koeffitsiyenti +1dan -1gacha ifodalanadi va ρ grek harfi bilan belgilanadi. $\rho = +1$ ga teng bo'lgan holatda ikkita o'zgaruvchan mutlaq bir xil harakatlanadi, $\rho = -1$ bo'lsa ikkita o'zgaruvchan mutlaq teskari harakatlanadi va $\rho = 0$ vaziyatda ikkita o'zgaruvchan umuman bir biriga bog'liq bo'lmaydi, ya'ni bir o'zgaruvchan ikkinchisidan mustaqil hisoblanadi.

Oldingi davrlardagi ma'lumotlardan kelib chiqib korrelyatsiyani hisoblansa, R harfi bilan ifodalanadi. Quyida ikkita (i va j) aksiya o'rtasidagi korrelyatsiya koeffitsiyentining hisoblash formulasi keltirilgan.

$$\rho = R = \frac{\sum_{t=1}^T (\bar{r}_{i,t} - \bar{r}_{i,Avg})(\bar{r}_{j,t} - \bar{r}_{j,Avg})}{\sqrt{[\sum_{t=1}^T (\bar{r}_{i,t} - \bar{r}_{i,Avg})^2][\sum_{t=1}^T (\bar{r}_{j,t} - \bar{r}_{j,Avg})^2]}}$$

bu yerda:

R – oldingi davrlardagi ma'lumotlardan kelib chiqib aniqlangan korrelyatsiya;

$\bar{r}_{i,t}$ – i aksiyasining t davr uchun haqqoniy daromadliligi;

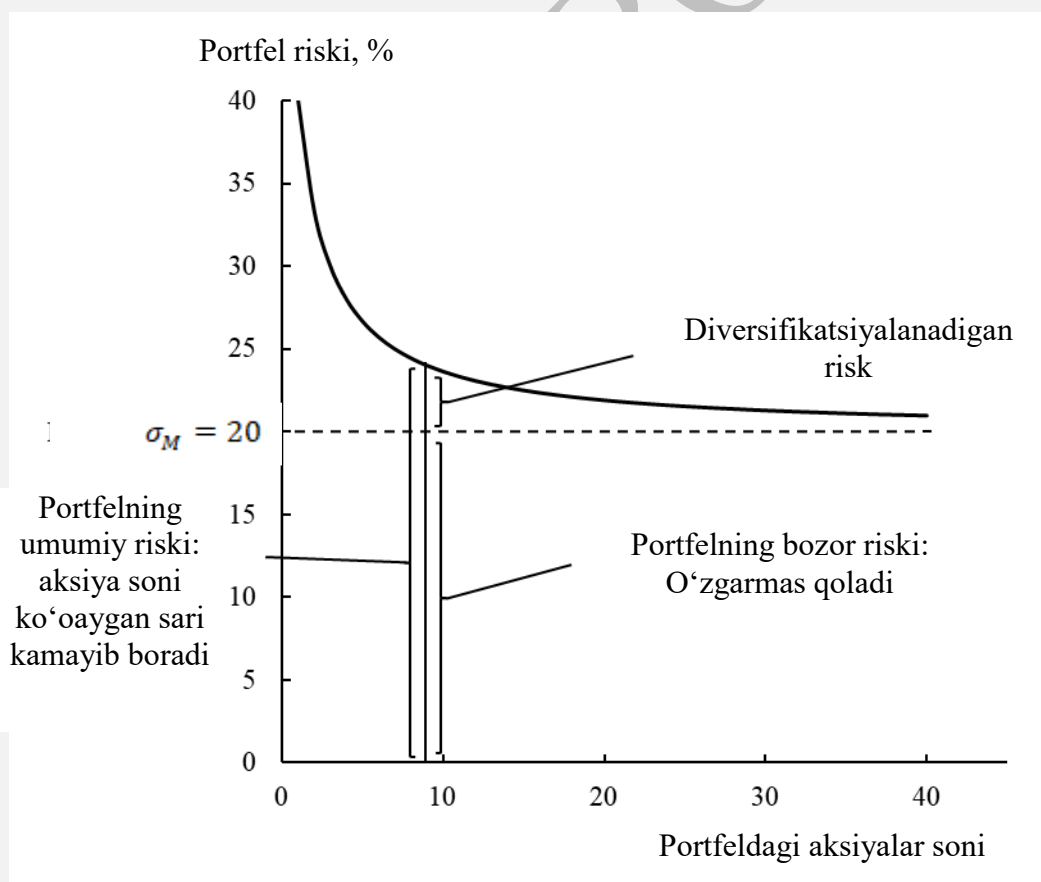
$\bar{r}_{i,Avg}$ – T davrlar mobaynidagi i aksiyasining o'rtacha daromadliligi.

Agar ikkita aksiyaning korrelyatsiya koeffitsiyenti -1ga teng bo'lsa, har biri uchun shunday ulush tanlasa bo'ladiki, natijada ularni birining o'z o'rta (kutilayotgan) qiymatidan chetlanishi boshqasining o'z o'rta qiymatidan chetlanishini neytrallashtiradi (bartaraf qiladi). Bunda ular yordamida shakllantirilgan portfelning standart chetlanishi nolga teng bo'ladi, lekin shu bilan bir qatorda uning kutilayotgan daromadliligi aksiya kutilayotgan daromadliligining o'rtacha tortilganiga teng bo'ladi. Demak korrelyatsiya -1ga teng bo'lganda portfelning tarkibidagi aksiyalar ulushi to'g'ri proporsiyada tanlansa,

uning standart chetlanishi nolga teng bo‘ladi va risk bartaraf qilinadi. Ya’ni portfel shakllantirib diversifikatsiya qilish orqali riskni bartaraf qilinadi.

Agar korrelyatsiya +1ga teng bo‘lsa, portfelning standart chetlanishi aksiyaning standart chetlanishlarining o‘rtacha tortilganiga teng bo‘ladi. Bunday holatda diversifikatsiya naf keltirmaydi va risk ro‘y bersa undan ko‘riladigan ehtimolli yo‘qotishlari muqarrar hisoblanadi.

Shunday qilib -1 va +1 oraliq‘ida korrelyatsiya kuzatilsa, portfelning standart chetlanishi aksiyalarning o‘rtacha tortilgan standart chetlanishlaridan past bo‘ladi va risk darajasini diversifikatsiya qilish orqali pasaytirsa bo‘ladi. Amaliyotda diversifikatsiya maqsadida portfel shakllantirish uning tarkibidagi aksiyalarni korrelyatsiyasi ko‘pincha aynan shu oraliqda bo‘ladi. Bunda diversifikatsiya riskni to‘laqon bartaraf qila olmaydi.



11.1-rasm. Portfelning hajmi uning riskiga ta'siri⁵¹

⁵¹ Brigham & Ehrhardt. Financial management/Theory and practice /15th edition

Diversifikatsiya va portfel. Quyidagi rasm-3da Nyu-York Fond Birjasidan ixtiyoriy tanlanma asosida shakllantirilgan portfelning aksiyalar soni gorizontaal o‘q bo‘ylab oshib borishi sari ushbu portfel riski vertikal o‘q bo‘ylab kamayib borish tendensiyasini grafik yordamida ko‘rsatib berilgan. Oxirgi ma’lumotlarga ko‘ra birjaning bitta aksiyadan iborat portfelining standart chetlanishi taqriban 40%ga teng. Biroq bozor portfelining (birjadagi barcha aksiyalar yig‘indisidan iborat portfel) standart chetlanishi σ_M taxminan 20%ga teng va grafikda bu to‘g‘ri shtrixli gorizontaal chiziq bilan ifodalangan. Ushbu chiziqgacha bo‘lgan riskni portfel shakllantirib diversifikatsiyalab bo‘lmaydi va aksiyaning ushbu diversifikatsiyalanmaydigan (yoki tizimli) riski – bozor riski deb nomlanadi. Chunki bozor riskini vujudga keltiradigan omillar sifatida siyosiy nobarqarorlik, inflyatsiya, retsessiya va yuqori foiz stavkalar kabi tashqi omillar qatnashadi.

Aksiya diversifikatsiyalanadigan riski – kompaniyaga xos yoki tizimsiz risk deyiladi. Ushbu riskni paydo bo‘lishiga sababchi omillar sifatida quyidagilarni keltirish mumkin: sudlashuv jarayoni, ish tashlashlar, muvaffaqiyatli va muvaffaqiyatsiz marketing dasturlari, yirik shartnomani qo‘lga kiritish yoki boy berish va boshqa shu kabi alohida firma uchun xos bo‘lgan hodisalar. Bir firmaning bunday yomon hodisalari boshqa bir firmaning yaxshi hodisalari bilan diversifikatsiya yordamida bartaraf etish mumkin.

11.2. Portfel nazariyasi:

Markovisgacha va undan keyingi baholash usullari

Investorlar yuqori darajadagi riskka mos keladigan ehtimolli daromadlilikni ta’minlashlari uchun riskning xolisona baholashlari kerak bo‘ladi.

Riskni baholash trillion dollarlarga teng qiymatga ega bo‘lgan derivativlarning uzluksiz savdosini ta’minlash, narxini saqlab qolish va ular bozorini barqaror bo‘lishi uchun juda ham muhim hisoblanadi.⁵²

Riskni noto‘g‘ri baholash riskdan keladigan yo‘qotishlarni yetarlicha baho bermaslikka olib keladi va natijada bankrotlikka va

⁵² L.A. Stout. Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives. Duke Law Journal, 48(4):701–786, 1999.

hatto butunlay moliya sektori qulashiga (inqirozga duch kelishiga) sabab bo‘ladi.⁵³

Riskni miqdoriy baholash evolyutsiyasi quyidagi uch bosqichga bo‘linadi:

1. Markovisgacha bo‘lgan riskni baholash uslubiyotlari;
2. Markovisning “Portfel nazariyasi”ga asoslangan riskni baholash uslubiyotlari;
3. Riskdagi qiymat (Value at Risk) hamda unga bog‘liq riskni baholash uslubiyotlari.

Ushbu evalyutsion bosqichlarni tarixiy ketma-ketlikda yoritib riskni baholashning kelajakdagi istiqbolli yo‘nalishlarini quyida muhokama qilib o‘tamiz.

Olimlar risk va noaniqlikni iqtisodiy kategoriyalar sifatida farqlashadi va bunga birinchi bor o‘z izlanishlarida amerika iqtisodchi olimi Frenk Nayt e‘tibor qaratgan va bu kategoriyalarni batafsil yoritib, chegaralab bergan.

Nayt fikricha risk – bu ma’lum ehtimollik bilan ifodalangan tasodifiylik, noaniqlikda esa tasodifiylik noma’lum ehtimollik bilan ifodalanadi degan fikrni ilgari surgan.⁵⁴ Biroq moliyaviy risklar bo‘yicha adabiyotlarda bunday farqlash deyarli uchramaydi.

Risk va riskni baholashning muhim jihati – bu portfel diversifikatsiyasi hisoblanadi. Diverifikatsiya deganda bir nechta aktivlarga investitsiya kiritish orqali hamda ehtimolli daromadlilikni o‘zgarmas saqlab qolish bilan umumiy risklarni kamaytirishni tushiniladi. Chunki barcha risklar barcha aktivlarga ham teng ta’sir ko‘rsatmaydi. Shu bilan birga albatta diversifikatsiya orqali kamaytirib bo‘lmaydigan risklar ham iqtisodiyotda mavjud (masalan foiz stavkasi riski).

Ko‘pchilikni fikridan farqli o‘laroq riskni baholash va diversifikatsiyalash Markovisning portfel nazariyasidan oldin tadqiqi qilingan. Rubinshteynning ta’kidlashicha rossiya iqtisodchi olimi Bernulli 1938 yilda⁵⁵ riskli qarorlarni kutilayotgan naflilikka asosan

⁵³ *M.H. Kabir and M.K. Hassan. The Near-Collapse of LTCM, US Financial Stock Returns, and the Fed. Journal of Banking and Finance, 29(2): 441–460, 2005.*

⁵⁴ *F.H. Knight. Risk, uncertainty and profit. Houghton Mifflin Company, 1921.*

⁵⁵ *D. Bernoulli. Exposition of a new theory on the measurement of risk. Econometrica: Journal of the Econometric Society, pages 23–36, 1954.*

baholash mumkinligini isbotlaganida diversifikatsiya orqali daromadlilikni pasaytirmasdan riskni kamaytirish haqida to'xtalgan.⁵⁶

Markovisdan oldin 1906 yilda Irving Fisher iqtisodiy riskni dispersiya yordamida baholagan.⁵⁷ Tobin esa investitsion portfel risklarini daromadlilikning dispersiyasiga bog'lagan.⁵⁸

Zamonaviy qimmatli qog'ozlar tahlilining otasi sanalgan Benjamin Grem riskni baholashga o'zining xavfsizlik marjasi g'oyasini hamda riskni kamaytirish uchun diversifikatsiya amaliyotini taklif qilgan.⁵⁹ Ushbu qiymatga asoslangan investitsiyalash metodologiyasi tarafdorlaridan taniqli Djeremi Grentem va Uorren Baffetlar gavdalansa-da, moliyaviy matematiklar jamiyati tomonidan bu ilmiy qarashlar keyinchalik tadqiq etilmagan.⁶⁰

Iqtisodchi olimlar risk haqida ko'plab qarashlarni shakllantirganiga qaramasdan riskni baholash standart moliyaviy hisobot tahlili sifatida qaralgan. Markovis birinchi bor portfel riski, diversifikatsiya va aktivlarni tanlashga matematik yondashuv bilan tavsiflab bergan.⁶¹ Bu matematik apparat aktivning kutilayotgan (o'rta) qiymati, dispersiyasi va kovariatsiyasidan tashkil topgan edi. Markovisning portfel nazariyasi riskni baholashda o'ta muhim innovatsiya edi va bu uchun muallif Nobel mukofoti bilan taqdirlandi.

Demak Markovis portfel riskini uning daromadlilikining dispersiyasiga teng deb hisobladi.⁶² Agar portfelning kutilayotgan (o'rta) daromadliliqi quyidagicha aniqlansa,

$$\mu_p = \sum_{i=1}^N \omega_i \mu_i$$

unda portfelning dispersiyasi quyidagi formula bilan ifoda:

⁵⁶ *M. Rubinstein*. Markowitz's "Portfolio Selection": A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance*, 57(3):1041–1045, 2002.

⁵⁷ *Irving Fisher*. *The Nature of Capital and Income*. Macmillan, 1906.

⁵⁸ *J. Tobin*. Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, pages 65–86, 1958.

⁵⁹ *B. Graham*. *The intelligent investor*. Harper Collins, 2003.

⁶⁰ *R.G. Hagstrom*. *The Warren Buffett Way*. Wiley, 2005.

⁶¹ *H. Markowitz*. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1):77–91, 1952.

⁶² *H.M. Markowitz*. *Portfolio selection: efficient diversification of investments*. Blackwell Publishing, 1991.

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N \sigma_{ij} \omega_i \omega_j$$

bu yerda:

N – portfel tarkibidagi aktivlar soni;

i, j – portfel tarkibidagi aktivlar va $i, j \in \{1, \dots, N\}$;

ω_i – i -nchi aktivning portfeldagi ulushi, quyidagi cheklovchi shartni hisobga olgan holda:

$$\begin{aligned} 0 &\leq \omega_i \leq 1, \\ \sum_{i=1}^N \omega_i &= 1; \end{aligned}$$

σ_{ij} – i va j aktivlarining kovariatsiyasi;

μ_i – i -nchi aktivning kutilayotgan daromadliligi.

Markovisning portfel nazariyasi birinchi bo‘lib portfel diversifikatsiyasi samarasini portfelning tarkibidagi aktivlarni o‘rtasidagi korrelyatsiya (yoki kovariatsiya) orqali batafsil tushuntirib hisoblab bergan. Yuqoridagi (2) formuladan portfelning kutilayotgan daromadliligini kamaytirmasdan kovariatsiya orqali ham dispersiya darajasini pasaytirish mumkinligini ko‘rishimiz mumkin.

Shuningdek ushbu nazariya “samarali chegara”da⁶³ joylashgan aktivlarni tanlash orqali optimal portfelni shakllantirish g‘oyasiga asos soldi. Bunga muvofiq samarali chegara portfelning kutilayotgan daromadliligi konstanta degan shartni hisobga olgan holda aktivlarni ulushini riskni minimallashtirish orqali belgilash bilan topiladi. Natijada bunday portfel minimal risk darajasida eng yaxshi daromadlilikni ta‘minlaydi.⁶⁴ Samarali chegara portfel daromadliligi va dispersiyasi o‘rtasidagi bog‘liqlik, ya‘ni botiq chiziq bilan ham ifodalanadi. Bunda risk oshishiga qarab kutilayotgan naflilik botiq chizig‘i ham oshib borish qonuniyati kuzatiladi.

Markovisning portfel nazariyasiga asoslangan portfel riskini bahosi boshqa bir amerikalik iqtisodchi olim Uilyam Sharp tomonidan

⁶³ Samarali chegara – bu risk va daromadlilikni ifodalaydigan grafikdagi chiziq bo‘lib, aniqlangan risk darajasi uchun eng yuqori daromadlilikni yoki berilgan daromadlilik darajasi uchun eng past darajadagi riskni beradigan va ushbu chiziqda joylashgan optimal portfel hisoblanadi. Chiziqdan pastda bo‘lsa, yetarli daromadlilikni ta‘minlamaydi yoki yuqorida bo‘lsa, risk darajasi yuqori bo‘ladi va har ikkala holatda ham portfel samaraiz hisoblanadi. <https://www.investopedia.com/>

⁶⁴ H.M. Markowitz. Foundations of portfolio theory. Journal of Finance, pages 469–477, 1991.

tadqiq qilindi va u Sharp koeffitsiyenti nomi bilan tanildi. Ushbu koeffitsiyent quyidagi tenglama bilan ifodalanadi:⁶⁵

$$S = \frac{\mu_p - R_f}{\sigma_p},$$

bu yerda R_f – risksiz foiz stavka hisoblanadi.

Sharp koeffitsiyentini Markovis portfel nazariyasi yordamida aniqlangan har bir risk uchun risksiz foiz stavkasiga qo‘shimcha daromadlilik sifatida talqin qilish mumkin. Sharp koeffitsiyenti berilgan risk darajasiga mos keladigan portfel daromadliligining sifatini aniqlash nuqtai nazaridan kelib chiqib portfel riskini hisoblaydi. Sharp koeffitsiyenti t-statistikasiga⁶⁶ o‘xshashligi borligini ko‘rish mumkin.⁶⁷

Sharp koeffitsiyentining boshqa bir varianti Sortino koeffitsiyenti bo‘lib, farqli jihati maxrajdagi portfelning standart chetlanishi portfelning kutilayotgan daromadlili (μ_p) dan past bo‘lgan qiymati qo‘yiladi. Bu koeffitsiyent Sharp bilan bir xil ko‘rsatkichga ega bo‘ladi, faqat μ_p dan yuqori bo‘lgan holat uchun portfel daromadliligidagi o‘zgarishni hisobga olmaydi, ya’ni bunday holatda portfel daromadlili kamaytirilishi kerak bo‘ladi.⁶⁸

Markovis bilan bir vaqtda uning portfel nazariyasini boshqa bir amerikalik iqtisodchi olim ham tadqiq qilgan.⁶⁹ Markovis ta’kidlashicha: “Markovisning (1952) tadqiqotiga asosan Men zamonaviy portfel nazariyasi (ZPN) otasi deb tez-tez tilga olinaman, lekin Roy (1952) bunday e’tirofga da’vo qilishga teng huquqli hisoblanadi”.⁷⁰

Kapital aktivning baholash modeli (SARM)

⁶⁵ *W.F. Sharpe*. Mutual Fund Performance. The Journal of Business, 39(1):119–138, 1966.

⁶⁶ T-statistikasi yoki Student statistikasi – bu bog‘liq o‘zgaruvchanni o‘zgarishini ifodalashda regressiya tenglamasi koeffitsientining statistik ahamiyatini ko‘rsatkichi hisoblanadi (koeffitsient qiymatini standart xatolik koeffitsientiga bo‘lish orqali topiladi).

⁶⁷ Uilyam Sharpning ramiy veb sahifasi: www.stanford.edu/wfsharpe

⁶⁸ *F.A. Sortino and L.N. Price*. Performance measurement in a downside risk framework. Journal of investing, (FALL 1994), 1994.

⁶⁹ *A.D. Roy*. Safety First and the Holding of Assets. Econometrica, 20(3):431–449, 1952.

⁷⁰ *M. Rubinstein*. Markowitz’s “Portfolio Selection”: A Fifty-Year Retrospective. The Journal of Finance, 57(3):1041–1045, 2002.

Markovisning portfel nazariyasini 1960-nchi yillarda kalkulyatsiya qilish imkoniyati mavjud masligi sababli (chunki 100dan ortiq aktivlarning kovariatsiyasini kalkulyatsiya qilish talab qilinadi), boshqa bir riskni hisoblash texnikasiga zarurat paydo bo'ldi va MPNga asoslangan kapital aktivning baholash modeli Uilyam Sharp tomonidan taklif qilindi. Model quyidagi formula orqali ifodalanadi:

$$\mu_i = R_f + \beta_i(\mu_m - R_f)$$

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m}$$

bu yerda:

R_f – risksiz foiz stavka;

μ_m – bozor portfelining kutilayotgan daromadliligi;

β_i – i-nchi aktivning beta koeffitsiyenti;

σ_{im} – i-nchi aktiv va bozor portfelining kovariatsiyasi;

σ_m – bozor portfelining standart chetlanishi.

Beta koeffitsiyenti aktiv daromadliligining bozornikiga nisbatan ta'sirchanligini aniqlaydi. SARM modelidagi bozor riski uchun mukofot ($\mu_m - R_f$) ifodasi riskli aktivga investitsiya kiritish uchun risksiz foiz stavkasiga qo'shimcha daromad hisoblanadi.

SARM nazariyasiga ko'ra barcha investorlar riskka bo'lgan yondashuvlaridan qat'iy nazar bir xil portfelga egalik qilishadi va bunday portfel ham risksiz va ham riskli aktivlardan tarkib topadi. Shuningdek investorlar indeks fondlariga⁷¹ egalik qilishadi deb qabul qilinadi. Bunda SARM nazariyasi indeks samaradorligiga nisbatan hisoblanganda portfel samaradorlik mezonini beradi. Portfel mezoniga quyidagi jadvalni misol tariqasida keltirsak bo'ladi.

SARM modelining turlaridan biri Yensen riskni baholash modeli bo'lib, unga ko'ra SARM bilan baholangan portfel daromadliligidan ortiqcha daromadlilik aniqlanadi va bu α bilan quyidagicha ifodalanadi:

$$\alpha = \mu_p - [R_f + \beta_p(\mu_m - R_f)].$$

⁷¹ Indeks fondi – investitsion pay fondining bir turi bo'lib, ma'lum qoidalar bo'yicha bazaviy instrumentlarga investitsiya kiritishni oldiga maqsad qiladi. Ushbu qoidalarga ko'ra indeks fondi fond birjasi indekslarini (masalan S&P 500 indeks fondi) kuzatib boradi va ularga investitsiya kiritishni ko'zlaydi. Birinchi indeks fondi AQSHda 1972 yil 31 iyulda Dou-Djons 30 indeksiga asoslangan fond sifatida ro'yxatdan o'tgan.

Bu yerda:

α – portfel menejerining investitsion qobiliyati yoki “bozordan o‘zib ketish”ining o‘lchov birligi sifatida ifodalanadi;

μ_p – portfelning kutilayotgan daromadliligi;

β_p – portfel beta koeffitsiyenti.

11.2-jadval

Indeksga bog‘langan portfel samaradorlik mezoni⁷²

Indekslar	Portfel samaradorlik mezoni
S&P 500	Yirik xususiy kapital bozori fondlari
S&P 400	O‘rta xususiy kapital bozori fondlari
Russell 2000	Kichik xususiy kapital bozori fondlari
NASDAQ Composite	Texnologik sektor xususiy kapital fondlari

Va nihoyat boshqa bir deyarli tanilmagan portfel koeffitsiyenti amerikalik iqtisodchi olim Treynor tomonidan portfel nazariyasiga Treynor koeffitsiyenti nomi bilan kiritilgan.⁷³ U quyidagi formula bilan ifodalanadi:

$$T = \frac{\mu_p - R_f}{\beta_p}.$$

Treynor koeffitsiyenti Sharpniki singari har bir birlik risk uchun R_f ustiga qo‘shiladigan portfel daromadliligining “sifati” deb talqin qilinadi. Koeffitsiyentda Sharpdan farqli ravishda Treynor riskni SARM asosida aniqlaydi.

Riskdagi qiymat(VaR – Value at Risk)

Markovis portfel nazariyasidan keyingi davrni VaR usulini boshlanishi va rivojlanishi hisoblanadi. Bu riskni baholash yo‘nalishi-da quyidagi sabablarga asosan keskin ijobiy o‘zgarishga olib keldi:

Birinchi, VaR riskni baholash ahamiyatini riskni boshqarish uchun foydalanish darajasiga olib chiqdi. 1994 yilda JP Morgan kompaniya (yoki institut) miqyosida riskni hisoblash uchun riskni

⁷² W. Jiang. A nonparametric test of market timing. Journal of Empirical Finance, 10(4):399–425, 2003.

⁷³ G. Hübner. The generalized Treynor ratio. Review of Finance, 9(3):415–435, 2005.

baholashning yaxlit tizimi, ya'ni VaR usulini ishlab chiqdi.⁷⁴ Ushbu usuldan oldin hech bir riskni hisoblash yondashuvi risklarni baholash va boshqarish bo'yicha yaxlit tizimni yechim sifatida taklif qilishmagan.

Ikkinchidan, xalqaro banklar faoliyatini tartibga solish va nazorat qilishga oid norma va qoidalarni o'rnatadigan Bazil Qo'mitasi 1995 yilda bozor riski bo'yicha kapitalga bo'lgan talabni VaRga asosan aniqlash talabini joriy etdi. Ushbu omil pirovardida VaR va VaR bilan bog'liq baholash usullariga qiziqishni orttirdi hamda uni amaliyotda keng tarqalishiga sabab bo'ldi.⁷⁵

Uchinchidan, oldingi hisoblash usullari asosan risk va daromadlilik o'rtasidagi bog'liqlikning ba'zi nazariy modellariga asoslanib, aktivning daromadlilikini tushuntirib berishga qaratilgan edi, misol uchun SARM modeli. VaR esa kutilayotgan daromadlilikdanmas, balki yo'qotishlar nuqtai nazaridan riskni o'zini miqdoriy baholashga etiborni qaratgan.

VaRning maqsadi: "Berilgan T muddat oralig'i uchun va kumulyativ ehtimollik bilan qancha yo'qotish kutilishi mumkin?" degan savol javobiga qaratilgan. Shundan kelib chiqib VaR quyidagicha ifodalanadi:⁷⁶

$$F(Z(T) \leq VaR) = \zeta,$$

bu yerda:

$F(\cdot)$ – kumulyativ ehtimollikning taqsimot funksiyasi;

$Z(T)$ – yo'qotish qiymati. Yo'qotish quyidagicha aniqlanadi:

$$Z(t) = S(0) - S(t)$$

bu yerda:

$S(0)$ – bazis davr uchun aksiyaning narxi;

$S(t)$ – t davr uchun aksiyaning narxi.

$\zeta \rightarrow Z(t)$ yo'qotish taqsimotidagi VaR chegaraviy qiymati bilan bog'liq kumulyativ ehtimollik.

Misol uchun portfelning VaR qiymati 90%lik kumulyativ ehtimollik bilan bir kunlik 10 000 000 p.b.ni tashkil qilishi portfelning

⁷⁴ K. Dowd. An Introduction to Market Risk Measurement. J. Wiley Hoboken, NJ, 2002.

⁷⁵ J. Danielsson, H.S. Shin, and J.P. Zigrand. The impact of risk regulation on price dynamics. Journal of Banking and Finance, 2004.

⁷⁶ G. Szego. Measures of risk. European Journal of Operational Research, 163(1):5–19, 2005.

maksimal kunlik yo‘qotishi 90%lik kumulyativ ehtimollik bilan 10 000 000 p.b.ga tengligini anglatadi. Boshqacha qilib aytadigan bo‘lsak, 10%lik kumulyativ ehtimollik bilan portfelning kunlik yo‘qotishi 10 000 000 p.b.dan ortiqcha bo‘lishi mumkin. Odatda ζ qiymati 0,90, 0,95 va 0,99 deb olinadi.

VaRning tadbiiq qilinishi

Portfel VaRining hisoblanishi qiyinchilik tug‘diradi chunki tarkibida yuzlab va undan ham ortiq aktivlar mujassamlangan portfelning ma‘lum davr oralig‘ida evolyutsiyasi (shakllanishi/o‘zgarib borishi)ni modellashtirish mushkil hisoblanadi.⁷⁷⁷⁸ VaRning amaliyotga joriy qilish nafaqat industriyaga, balki akademik tadqiqotchilar uchun ham ahamiyatlik darajasi yuqori hisoblanadi va hozirgi kunda uni to‘rtta asosiy usuli mavjud, ya‘ni:

Retrospektiv⁷⁹ simulyatsiya (Historical Simulation) usuli. Bunda uzoq davrni ichiga olgan statistik ma‘lumotlarga tayanib portfel yo‘qotishlarining empirik⁸⁰ ehtimolli taqsimotini aniqlanadi. Keyin mos keladigan kvantildan keltirib chiqish orqali VaR qiymatini aniqlanadi. Bu yondashuvni tadbiiq qilish qulay hisoblanib, statistik usullar yordamida takomillashtirish mumkin.

Parametrik yondashuv. Ushbu usul istalgan kumulyativ ehtimollik uchun VaRni aniqlash bo‘yicha analitik yechimni talab etadi. Afsuski taqsimotning barchasi ham yechimga ega emas, biroq VaRni hisoblash uchun chekli qiymat nazariyasi (chegaradan ortadigan cho‘qqi va umumiy chekli qiymat taqsimoti)dan foydalanish mumkin.⁸¹

Monte Karlo Simulyatsiyasi usuli. Monte Karlo simulyatsiyasi aktivlar yoki portfelni o‘zida aks ettiradigan biror bir tasodifiy jarayonni (misol uchun stoxastik differensial tenglama) simulyatsiya qilish uchun umumiy usul hisoblanadi. Yetarli simulyatsiyalar sonidan keyin yo‘qotishlar taqsimotini va buni natijasida retrospektiv

⁷⁷ M. Musiela and M. Rutkowski. *Martingale Methods In Financial Modelling*. Springer, 2005.

⁷⁸ J. Hull. *Options, futures and other derivatives*. Prentice Hall, 2000.

⁷⁹ Retrospektiv – oldingi davr statistik ma‘lumotlarini hisobga olgan holda.

⁸⁰ Empirik – real kuzatuvlarga asoslanib yoki tajriba yo‘li bilan.

⁸¹ Qo‘shimcha ma‘lumot uchun: R. Cont and P. Tankov. *Financial Modelling with Jump Processes*. CRC Press, 2004.

simulyatsiya singari turli ehtimolliklar uchun VaRni keltirib chiqish mumkin. Ushbu yondashuvni ahamiyatliligi bo'yicha tanlanma, stratalashgan⁸² tanlanma va anitetik⁸³ tanlanmalarni amalga oshirish kabi turli hisoblash texnikalari bilan takomillashtirish mumkin.⁸⁴

Variatsion-kovariatsion (delta-normal, korrelyatsion, parametrik, analitik) usul. Ushbu usulga muvofiq portfel yo'qotishlarining taqsimotini quyidagi ikkita shartga asosan modellashtiriladi:

Portfel to'g'ri chiziqli hisoblanadi, ya'ni portfel narxi ($V(t)$)ning o'zgarishi uning tarkibidagi aktivlar narxlari ($S_i(t)$)ga to'g'ri chiziqli bog'liqlikda hisoblanadi. Buni quyidagi funksiya bilan ifodalanadi:

$$\Delta V(t) = \sum_{i=1}^N \Delta S_i(t).$$

E'tibor qilish kerak tarkibida derivativlar bo'lmasagina portfel chiziqli bo'ladi. Amaliyotda ba'zi model ishlab chiquvchilar chiziqli bo'lmagan portfellarni ham tahlil qilish uchun qulay bo'lishi uchun chiziqli deb faraz qilib olishadi.⁸⁵

Tarkibidagi aktivlarning daromadliligi umumiy (qo'shma) normal taqsimotga ega bo'lishi, portfelning daromadi ham normal taqsimotga ega bo'ladi. Shu o'rinda aytish joizki, normal taqsimot funksiyalarining yig'indisi doim ham aniq normaldek bo'lmaydi, lekin umumlashtirilgan normal taqsimotning o'ziga xos xususiyati shundaki, u portfel daromadligining normal bo'lishini ta'minlaydi. Shunday qilib portfelning chiziqli bo'lish shartini o'zi portfel daromadligining normal bo'lishiga yetarli bo'lmaydi.

Yuqoridagi uchta shartdan ikkitasi bajarilsa ham Normal taqsimot orqali portfelning yo'qotishlarini ifodalash mumkin. Buning uchun qator tahliliy ko'rsatkichlar (formulalar) hamda taqsimotga mos keluvchi usullar mavjud. Shu sababdan VaRni hisoblash va joriy qilish sezilarli osonlashadi.

⁸² Qatlamlashgan, ya'ni umumiy tanlanmani ma'lum bir sifati bo'yicha bir xil qatlamlarga – strattalarga ajratishni tushuniladi.

⁸³ O'zida, tarkibida antiteza bo'lgan.

⁸⁴ P. Glasserman. Monte Carlo Methods in Financial Engineering. Springer, 2004.

⁸⁵ R.T. Rockafellar and S. Uryasev. Optimization of conditional value-at-risk. Journal of Risk, 2(3):21–41, 2000.

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Moliya bozoridaqi risklar investor nuqtai nazaridan nechtaga bo'linadi?
2. Bozor risklari bozordan tashqari risklardan qanday farqli jihatlari bor?
3. Bozor risklarining nechta va qanday turlari mavjud?
4. Bozor risklarini aniqlash va baholashning qaysi usullaridan amaliyotda keng foydalaniladi?
5. Stress-testning qanday yo'nalishlari mavjud?
6. Tizimli riskni erta aniqlash indikatorlari qanday indikatorlar oilasi bilan ifodalanadi?
7. Spetsifik (o'ziga xos) risklar, Maxalanobis tafovuti, Qoplash koeffitsiyenti o'rtasida qanday bog'liqlik bor?
8. Bozordan tashqari risklarni diversifikatsiya samarasi orqali qanday bartaraf qilish mumkin?
9. Riskni miqdoriy baholash evolyutsiyasi nechta bosqichga bo'linadi?
10. Sharp koeffitsiyentini Markovis portfel nazariyasi yordamida qanday aniqlanadi?

TESTLAR

1. Bozor omillari o'zgarishi oqibatida aktiv qiymatini pasayishi bog'liq bo'lgan risklar ... hisoblanadi?

- a) bozor risklari;
- b) foiz risklari;
- d) kredit riski;
- e) valyuta riski.

2. Quyidigilardan qaysi biri bozor riskini standart shakli hisoblanmaydi?

- a) investitsion risklar;
- b) fond (yoki narx) riski;

- d) foiz riski;
- e) valyuta riski.

3. Kritsman va Li tomonidan moliya bozoridagi nobarqarorlikni aniqlash uchun foydalanilgan “nobarqarorlik indeksi” qanday aniqlanadi?

- a) $d_t = (y_t - \mu) \Sigma^{-1} (y_t - \mu)^T$;
- b) $d_t = (y_t + \mu) \Sigma^1 (y_t - \mu)^T$;
- d) $d_t = (y_t - \mu)$;
- e) $d_t = \Sigma^{-1} (y_t - \mu)^T$.

4. 1990-yillar yarmidan to hozirgi kunga qadar yirik xalqaro banklar va regulyatorlar boshchiligida deyarli barcha moliyaviy institutlar risk metrikasisifatida qaysi risklarni hisoblash uslubiyoti qo‘llaniladi?

- a) VaR(Value at Risk);
- b) stress-test usuli;
- d) tizimli riskni erta aniqlash indikatorlari;
- e) spetsifik (o‘ziga xos) risklar.

5. Narxlar o‘zgarishining ehtimolli taqsimoti normal taqsimot qonuniga bo‘ysunganda, VaR miqdorini qanday formula bo‘yicha hisoblanadi?

- a) $VaR = V_0 * u_\alpha * \sigma_t$;
- b) $VaR = (y_t - \mu)$;
- d) $VaR = V_0 * \sigma_t$;
- e) $VaR = V_0 * u_\alpha$.

6. Aktivlar yoki portfelni o‘zida aks ettiradigan biror bir tasodifiy jarayonni simulyatsiya qilish uchun umumiy usul – bu...

- a) Monte Karlo Simulyatsiyasi usuli;
- b) variatsion-kovariatsion (delta-normal, korrelyatsion, parametrik, analitik) usul;
- d) retrospektivsimulyatsiya (Historical Simulation) usuli;
- e) parametrik yondashuv.

7. Markovisning portfel nazariyasiga asoslangan portfel riskini bahosi boshqa bir amerikalik iqtisodchi olim Uilyam Sharp tomonidan tadqiq qilindi va u Sharp koeffitsiyenti nomi bilan tanildi. Ushbu koeffitsiyent qaysi tenglama bilan ifodalanadi?

a) $S = \frac{\mu_p - R_f}{\sigma_p}$;

b) $S = \frac{\mu_p}{\sigma_p}$;

d) $S = \frac{R_f}{\sigma_p}$;

e) $S = \mu_p - R_f$.

8. Bunda uzoq davrni ichiga olgan statistik ma'lumotlarga tayanib portfel yo'qotishlarining empirik ehtimolli taqsimotini aniqlanadi. Keyin mos keladigan kvantildan keltirib chiqish orqali VaR qiymatini aniqlanadi. Bu yondashuv ...

- a) Retrospektivsimulyatsiya (Historical Simulation) usuli;
- b) Variatsion-kovariatsion (delta-normal, korrelyatsion, parametrik, analitik) usul;
- d) Parametrik yondashuv;
- e) FMonte Karlo Simulyatsiyasi usuli.

9. Potensial (istiqboldagi mumkin bo'lgan) yo'qotishlarni qancha davr oralig'i uchun hisoblanishni anglatadigan muddat –nima deb ataladi?

- a) risk gorizonti;
- b) foiz riski;
- d) riskni baholash;
- e) kredit riski.

10. Bazel kelishuviga muvofiq VaRning risk gorizonti necha kuni tashkil etadi.

- a) 10 kun;
- b) 12 kun;
- d) 15 kun;
- e) 20 kun.

XII BOB. FOND BIRJALARI VA FOND BOZORI ISHTIROKCHILARI

12.1. Fond birjasi funksiyalari va tashkiliy tuzilmasi

O‘zbekiston Respublikasida fond birjasi faoliyati 12.09.2014 yilda qabul qilingan O‘zRQ-375 sonli “Birjalar va birja faoliyati” to‘g‘risida qonunning yangi tahriri orqali tartibga solinadi. Ushbu qonun birjalarning tashkil etilishi va faoliyati bilan bog‘liq munosabatlarni tartibga soladi. “Birjalar va birja faoliyati to‘g‘risida” qonunga muvofiq, *birja* – oldindan belgilangan joy va muayyan vaqtda, belgilangan qoidalar asosida birja savdolarini tashkil etuvchi yuridik shaxs. Qonunning 3–moddasiga ko‘ra, birjalar belgilangan tartibda litsenziya olganidan keyin birja faoliyatini amalga oshirish huquqini qo‘lga kiritgan va o‘z nomida “birja” so‘zidan foydalanishlari lozim bo‘lgan yuridik shaxslardir.

Birjalar o‘z faoliyatini tovar-xomashyo, fond va valyuta birjasi turida amalga oshiradi. Birja o‘z ustav hujjatlariga ega bo‘lishi kerak va bu hujjatlar quyidagilardan iborat:

- birjaning to‘liq va qisqartirilgan firma nomi, joylashgan yeri, elektron pochta manzili;
- birja ustav fondining miqdori;
- birja tomonidan chiqariladigan aksiyalarning soni, nominal qiymati, turlari;
- birja boshqaruvining tuzilmasi, birja kuzatuv kengashining, taftish komissiyasining va ijroiya organining a‘zolari soni, ushbu organlarni shakllantirish tartibi, ularning vakolatlari.

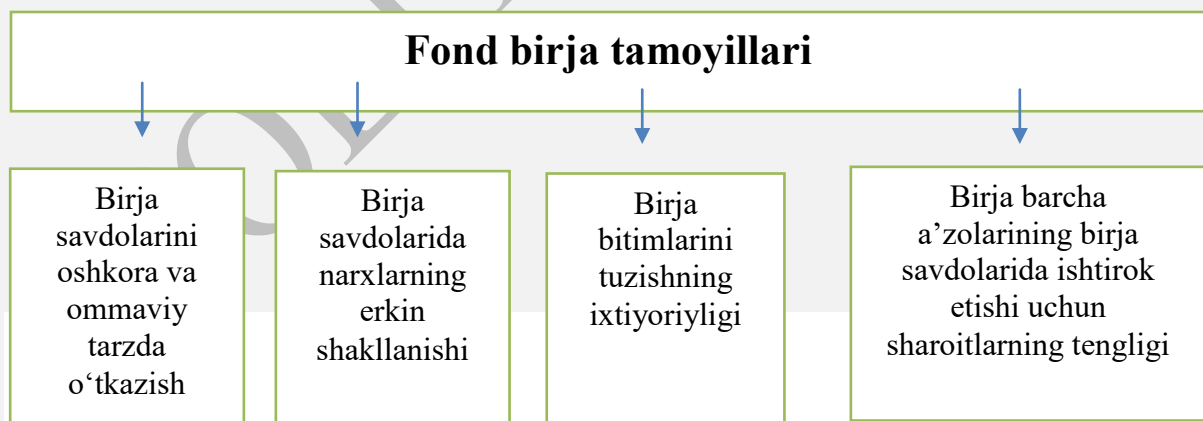
Fond birjasi o‘z faoliyatini amalga oshirishda bir qator huquqlarga ega: kotirovkalash; arbitraj; listing; nazorat va boshqa birja komissiyalarini tashkil etish; birja tovarlari narxlari birja tomonidan belgilangan chegaraviy miqdordan o‘zgarib ketisa, birja savdolarini to‘xtatish; qonun hujjatlariga muvofiq tanlov, kimoshdi, ko‘rgazma-yarmarka savdolarini, davlat xaridlari va korporativ xaridlarni tashkil

etish hamda o‘tkazish; birja axborotnomalari, ma’lumotnomalari hamda boshqa axborot va reklama materiallarini chiqarish; birja savdolarini tashkil etish; birja tovarlariga bo‘lgan talab va taklifning nisbati asosida ularni kotirovkalash.

Fond birjaning o‘z majburiyatlari ham mavjud. Ularga quyidagilarni kiritishimiz mumkin: savdo maydonchalarida va seksiyalarda birja savdolari o‘tkazish joyi hamda vaqti to‘g‘risida birja a‘zolarini o‘z vaqtida xabardor qilish; birjada tuzilgan bitimlarning bajarilishini ta‘minlash uchun shart sharoitlar yaratish; birja a‘zolarining va ular mijozlarining o‘zaro majburiyatlarini belgilash, aniqlashtirish hamda hisobga olish, shuningdek bankda ochilgan maxsus hisobvaraqlar orqali ular o‘rtasidagi o‘zaro hisob kitoblarni amalga oshirish; birja, birja a‘zolari va ularning mijozlari pul mablag‘larining alohida-alohida hisobini yuritish; muntazam ravishda o‘z rasmiy veb-saytida birja tovarlarining kotirovkalarini joylashtirish, shuningdek birja a‘zolarini har bir birja savdosining yakunlari to‘g‘risida xabardor qilib borish.

Fond birjaning faoliyati birja tovarlari bozorini tashkil etish va tartibga solishga hamda talab va taklif asosida birja tovarlarining narxlarini ushbu bozorda shakllantirishdan tashkil topadi.

Quyidagi rasmda fond birja tamoyillarini ko‘rib chiqishimiz mumkin.



12.1-rasm. Fond birja tamoyillari

O‘zbekiston Respublikasidagi fond birja bo‘lib, “Toshkent” Respublika fond birjasi hisoblanadi va ushbu birja O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining “Iqtisodiy islohotlarni yanada chuqurlashti-

rish, xususiy mulk manfaatlarini himoya qilish va tadbirkorlikni rivojlantirish chora tadbirlari to'g'risida" № 745-sonli farmoniga ko'ra 8 aprel 1994 yilda shakllangan. Uning faoliyati respublikada olib borilayotgan islohotlar bilan va aksionerlik jamiyatlar ochish siyosati bilan yaqindan bog'liq.

Bugungi kunda RFB "Toshkent" – bu 100 ortiq brokerlik tashkilotlar va eng yangi uskunalarga ega bo'lgan birjadir.

Fond birja – tijorat tashkilot bo'lib, uning asosiy maqsadi moliyaviy-xo'jalik faoliyatidan foyda olishdir. Fond birja asosiy maqsadiga erishish uchun faoliyat va xizmat ko'rsatishning quyidagi turlarini amalga oshirishi mumkin: oldindan tayinlangan joy va muayyan vaqtda, belgilangan qoidalar asosida ommaviy va oshkora birja savdolarini tashkil etish va o'tkazish; talab va taklifning haqiqiy nisbatini aniqlash asosida qimmatli qog'ozlarning narxini shakllantirish orqali qimmatli qog'ozlar bozorini yaratish hamda ular to'g'risidagi axborotlarni belgilangan tartibda oshkor qilish yo'li bilan qimmatli qog'ozlarning erkin muomalasi uchun zarur shart-sharoitlar yaratishni ta'minlash, birja a'zolariga birja bitimlarida va birja faoliyatida ishtirok etish huquqini beruvchi birja joyi (brokerlik o'rni) berish, birja savdolarida teng huquqlilik asosida ishtirok etishi uchun savdo tizimiga masofadan ulanish imkoniyatini yaratish; qimmatli qog'ozlar bozorida ochiqlik va oshkoralikni hamda raqobat sharoitini ta'minlash uchun birja a'zolariga savdo natijalari haqidagi axborotlarni yetkazish, investitsiya vositachisi faoliyatini professional tarzda amalga oshirish uchun zarur shart-sharoitlarni yaratish; qimmatli qog'ozlarga doir bitimlarni tuzish hamda ro'yxatdan o'tkazishni elektron shaklda amalga oshirish; birja savdolarini tashkil qilish va o'tkazishga zamonaviy texnologiya va uslublarni tadbiq qilish; birja listingiga kiritilgan qimmatli qog'ozlarning kotirovkalanishini birja savdosi qoidalarida belgilangan tartibda amalga oshirish; birja a'zolari, birja savdolari ishtirokchilari va ularning mijozlari o'rtasida birja savdosi qoidalarida nazarda tutilgan masalalar yuzasidan kelib chiqadigan nizolarni qonunchilik va boshqa me'yoriy hujjatlar asosida hal etishga ko'maklashish; qimmatli qog'ozlar bilan birja savdolarini amalga oshiruvchi mutaxassis-treyderlarning kasbiy malakasini oshirib borishi uchun sharoitlar yaratish; birja faoliyati bilan bog'liq

axborotnomalarni, ma'lumotnomalarni hamda boshqa axborot va reklama nashrlarini chiqarish; qimmatli qog'ozlar bozori infratuzilmasini rivojlantirish va takomillashtirish.

Fond birjasining asosiy vazifalari quyidagilar:

- birja savdosi qoidalarini belgilash, o'z internet saytida joylashtirish;

- birja kotirovkalash varag'iga kiritilgan qimmatli qog'ozlar savdosini tashkil etish;

- qimmatli qog'ozlarga bo'lgan talab va taklifning nisbati asosida ularning narxini chiqarish;

- muntazam ravishda o'z internet-saytida va ommaviy axborot vositalarida qimmatli qog'ozlarning kotirovka narxlarini e'lon qilish, birja a'zolarini birja savdosi yakunlari to'g'risida xabardor qilish;

- birja o'z a'zolari va ularning qimmatli qog'ozlar bilan oldi-sotdi jarayonlarini bevosita amalga oshiradigan treyderlari uchun malaka talablarini ishlab chiqish va tasdiqlash, ularning huquq va majburiyatlarini belgilash;

- amaldagi qonunchilik, fond birja ustavi va birjaning ichki me'yoriy hujjatlarida belgilangan tartibda yangi a'zolar qabul qilish va a'zolikdan chiqarish;

- birja a'zolarining akkreditatsiyasini amalga oshirish;

- qimmatli qog'ozlar bozori qatnashchilarining talab va extiyojlarini hisobga olgan holda amaldagi qonunchilikka muvofiq birja bitimlari amalga oshiriladigan maxsus seksiyalar tashkil etish;

- qimmatli qog'ozlarni birja listingiga kiritish va delisting qilish tadbirlarini amalga oshirish hamda qimmatli qog'ozlarning kotirovka qilinish tartib va qoidalarini ishlab chiqish;

- birja faoliyatini amalga oshirish uchun zarur bo'lgan narx belgilash, hakamlik, listing, nazorat va boshqa birja komissiyalarini tuzish;

- agar birja bitimlarining narxi kun davomida birja tomonidan belgilangan qiymatdan ham ortiqroq o'zgarib ketsa, birja savdosini to'xtatish;

- birja tomonidan ko'rsatiladigan xizmatlar uchun to'lanadigan haq miqdorini belgilash;

- birja savdosi qoidalarini buzganlik uchun jarimalar hamda penyalar belgilash va undirish;
- birja axborotnomalari, ma'lumotnomalari hamda boshqa axborot va reklama nashrlarini chiqarish;
- birja savdolarini amalga oshirish uchun foydalaniladigan hujjatlarning standart shakllarini ishlab chiqish;
- axborot-tahliliy ishlarni amalga oshirish uchun qimmatli qog'ozlar emissiyalarining hajmi va turi hamda ularning birjada va fond bozorida aylanish darajasini taqqoslash yo'li orqali o'rganish;
- fond birja ustavida belgilangan maqsadlarni amalga oshirish uchun amaldagi qonunchilik asosida tashqi iqtisodiy faoliyatni amalga oshirish;
- qonunchilik asosida birja faoliyatini samarali ta'minlash bilan bog'liq bo'lgan boshqa vazifalarni amalga oshirish.

12.2. Fond birjasi infratuzilmasi va birja savdolari qatnashchilari

Fond birja savdolari birja tomonidan birja savdosi qoidalariga muvofiq tashkil etiladigan fond birja tovari savdolari, ushbu savdolarida fond birja barcha ishtirokchilari bir vaqtda ishtirok etish imkoniyati berilgan holda, markazlashtirilgan tarzda elektron shaklda o'tkazilishi lozim.

Fond birja savdolarida qatnashuvchi ishtirokchilar mavjud. Ushbu ishtirokchilar professional ishtirokchilar deyiladi va fond birja professional ishtirokchilariga birja tomonidan belgilangan tartibda birja savdolarida ishtirok etish huquqi berilgan investitsiya vositachisi, investitsiya maslahatchisi, investitsiya fondi, investitsiya aktivlarini ishonchli boshqaruvchi, tranfer-agent, qimmatli qog'ozlarning birjadan tashqari savdosi tashkilotchisi, dilerlar, market-meykerlar va brokerlar hisoblanadi, odatda ular yuridik shaxs maqomiga ega bo'lishlari darkor. Qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyat bilan shug'ullanuvchi ushbu ishtirokchilarni kengroq ko'rib chiqamiz:

Investitsiya vositachisi – mijozning topshirig'iga binoan, mijoz nomidan va uning hisobidan qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar hamda operatsiyalarni amalga oshiruvchi qimmatli qog'ozlar bozorining

professional ishtirokchisidir. Investitsiya vositachisi mijozlarining qimmatli qog'ozlari va pul mablag'lari investitsiya vositachisining o'z hisobvaraqlaridan alohida hisobvaraqlarda turadi. Investitsiya vositachisi har bir mijozning qimmatli qog'ozlari va pul mablag'lari hisobini yuritadi, qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar va operatsiyalarni mijoz bilan tuzilgan shartnomaga muvofiq amalga oshiradi, tuzilgan bitimlar va amalga oshirilgan operatsiyalar to'g'risida unga hisobot beradi.

Investitsiya vositachisi mijozlarning qimmatli qog'ozlarni sotib olish va sotishga buyurtma berish mumkin, o'tkazish borasidagi topshiriqlarini vijdonan hamda ularning kelib tushishi tartibida bajarishi lozim. Mijozlarning topshirig'iga binoan amalga oshiriladigan bitimlar investitsiya vositachisining o'z dilerlik operatsiyalariga nisbatan ustun ravishda bajariladi. Agar investitsiya vositachisi tomonidan tegishli topshiriq olinguncha investitsiya vositachisi va uning mijoz o'rtasidagi mijoz xabardor qilinmagan manfaatlar to'qnashuvi mijozga zarar yetkazsa, investitsiya vositachisi zararning o'rnini qonun hujjatlarida belgilangan tartibda qoplab beradi. Investitsiya vositachisi tomonidan investitsiya vositachisi sifatidagi faoliyatni to'xtatib turish, tugatish to'g'risida qaror qabul qilingan yoki u tugatilgan taqdirda, tegishli axborot qaror qabul qilingan paytdan e'tiboran ikki ish kuni ichida ommaviy axborot vositalarida va fond birjasining rasmiy veb-saytida e'lon qilinadi. Investitsiya vositachisi sifatida o'z faoliyatini to'xtatib turayotgan, tugatayotgan yoki tugatilayotgan investitsiya vositachisida hisobi yuritilayotgan qimmatli qog'ozlar mijozning qaroriga ko'ra bir haftalik muddatda boshqa investitsiya vositachisiga o'tkazilishi lozim, bunday qaror mavjud bo'lmagan taqdirda esa, qimmatli qog'ozlarning egasi tanlagan investitsiya vositachisiga qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan belgilangan muddatlarda keyinchalik o'tkazish uchun Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysiga o'tkaziladi.

Investitsiya maslahatchisi – qimmatli qog'ozlarni chiqarish, joylashtirish va ularning muomalasi masalalari, qimmatli qog'ozlar bozori va uning ishtirokchilari holatini tahlil etish hamda istiqbolini belgilash bo'yicha maslahat xizmatlarini ko'rsatadi, shuningdek

qimmatli qogʻozlar bozori mutaxassislarini qayta tayyorlaydi va ularning malakasini oshirishni amalga oshiradigan yuridik shaxsdir.

Investitsiya fondi – investorlarning pul mablagʻlarini va qoʻyilmalarini investitsiya aktivlariga jalb qilish maqsadida aksiyalar chiqaradigan yuridik shaxs – aksiyadorlik jamiyati investitsiya fondidir.

Investitsiya fondi yuridik shaxsning boshqa tashkiliy-huquqiy shakllariga oʻzgartirilishga haqli emas. Investitsiya fondini qoʻshib yuborish, qoʻshib olish, boʻlish, ajratib chiqarish qonun hujjatlarida belgilangan tartibda amalga oshirilishi mumkin. Qimmatli qogʻozlar bozoridagi professional faoliyatni amalga oshirish uchun investitsiya fondiga berilgan litsenziyaning amal qilishini tugatish yoki uni bekor qilish investitsiya fondining belgilangan tartibda tugatilishiga olib kelishi mumkin. Investitsiya fondi oʻz huquq va majburiyatlariga ega. Ushbu huquqlar investitsiya fondi ustavida belgilanadi. Ammo, investitsiya fondi faoliyatida ayrim huquqlarga ega emasligini koʻrishimiz mumkin. Masalan:

- korporativ va infratuzilma obligatsiyalarini, shuningdek imtiyozli aksiyalarni chiqarish;

- fond sof aktivlarining 10 foizidan ortigʻini bir emitentning qimmatli qogʻozlariga yoki masʼuliyati cheklangan jamiyatning ulushiga investitsiyalash;

- toʻlanishi lozim boʻlgan qarzning jami hajmi kredit va (yoki) qarz bitimi imzolanadigan sanadagi holatga koʻra investitsiya fondi sof aktivlari qiymatining 15 foizidan oshib ketgan taqdirda kredit va (yoki) qarz mablagʻlarini jalb etish. Kredit va (yoki) qarz muddati uch oydan oshib ketmasligi kerak;

- kafil boʻlish, mol-mulkni yoki mulkiy huquqlarni garovga qoʻyish;

- tashkiliy-huquqiy shakli oʻz ishtirokchilarining qoʻshimcha javobgarligini nazarda tutadigan yuridik shaxslarning qimmatli qogʻozlariga investitsiyalarni amalga oshirish;

- investitsiya aktivlarining ishonchli boshqaruvchisi, auditorlik tashkilotlari tomonidan chiqarilgan qimmatli qogʻozlarga investitsiyalarni amalga oshirish;

- boshqa investitsiya fondlarining aksiyalarini olish va ularga ega boʻlish;

-umumiy summasi fond sof aktivlarining 10 foizidan ortiq investitsiyalarni amalga oshirish.

Investitsiya aktivlarini ishonchli boshqaruvchi – yuridik shaxsning – ishonchli boshqaruvchining o‘ziga egalik qilish uchun topshirilgan va boshqa shaxsga tegishli bo‘lgan:

-qimmatli qog‘ozlarni, shu jumladan investitsiya aktivlarini boshqarish jarayonida olinadigan qimmatli qog‘ozlarni;

-qimmatli qog‘ozlarga investitsiya qilish uchun mo‘ljallangan va investitsiya aktivlarini boshqarish jarayonida olinadigan pul mablag‘larini shu shaxsning yoki u ko‘rsatgan shaxsning manfaatlarini ko‘zlab, o‘z nomidan ishonchli boshqaruvni belgilangan muddat mobaynida amalga oshirishi investitsiya aktivlarini boshqarish.

Transfer-agent – qimmatli qog‘ozlarga bo‘lgan huquqlarni hisobga olish tizimiga taalluqli hujjatlarning qabul qilinishi, ularga ishlov berilishi va ularning o‘tkazilishi bo‘yicha xizmatlar ko‘rsatuvchi yuridik shaxsdir.

Emitentlar, shuningdek qimmatli qog‘ozlarga doir bitimlar tuzuvchi shaxslar transfer-agentning mijozlaridir. Transfer-agent emitentga aksiyadorlarning umumiy yig‘ilishini tashkil etish va o‘tkazish yuzasidan xizmatlar ko‘rsatadi.

Qimmatli qog‘ozlarning birjadan tashqari savdosi tashkilotchisi – investorlarga vositachilarni jalb etmay turib savdoda ishtirok etish imkoniyatini beruvchi, qimmatli qog‘ozlar savdosini tashkil etish bo‘yicha faoliyatni buyurtmalar qabul qilish punktlaridan, maxsus kompyuter savdo tizimlaridan foydalangan holda amalga oshiruvchi yuridik shaxsdir.

Qimmatli qog‘ozlarning birjadan tashqari savdosi tashkilotchisi faoliyatini amalga oshirish tartibi qonun hujjatlarida belgilangan.

Diler – fond birja bitimlarini o‘z nomidan va o‘z hisobidan tuzuvchi birja a’zosidir.

Market-meyker – fond birja tovarlari narxlarining, talab va taklifning darajasini saqlab turish uchun o‘z zimmasiga birja bitimlarini tuzish majburiyatini olgan dilerdir.

Broker – mijozning topshirig‘iga ko‘ra, uning hisobidan birja bitimlarini tuzuvchi birja a’zosidir.

Qimmatli qogʻozlar bozori professional ishtirokchisi va uning mijozlari munosabatlari qonun hujjatlari hamda shartnoma bilan tartibga solinadi. Mijozlar hisobidan bitimlar tuzish mijozlar bilan tuzilgan shartnomalar asosida faqat investitsiya vositachisi va investitsiya aktivlarini ishonchli boshqaruvchi tomonidan amalga oshirilishi mumkin.

Fond birjasida savdolarini amalga oshirish, yuqorida aytib oʻtilgan fond birja, jumladan, qimmatli qogʻozlar ishtirokchilarining turli faoliyati bilan bogʻliq boʻladi. Fond birja savdolarida asosan broker, diler, market meyker bevosita qatnashadi. Aytib oʻtish joizki, fond birjasida emissiyaviy qimmatli qogʻozlarga doir bitimlar tuzilganda, sotuvchi Oʻzbekiston Respublikasi Davlat byudjetiga bitim summasining 0,01 foizi miqdorida yigʻim toʻlaydi. Bunda sotuvchining, shu jumladan Oʻzbekiston Respublikasi norezidentining tuzilgan bitim boʻyicha daromadlariga yuridik shaxslardan olinadigan foyda soligʻi va jismoniy shaxslardan olinadigan daromad soligʻi solinmaydi.

Qimmatli qogʻozlarga doir narxlarning, talab va taklifning darajasini saqlab turish uchun birja bitimlari tuzilganda market-meyker birjaga, Qimmatli qogʻozlar markaziy depozitariysiga, shuningdek Oʻzbekiston Respublikasi Tashqi iqtisodiy faoliyat milliy bankiga yigʻimlar va boshqa toʻlovlar toʻlashdan ozod qilinadi.

Oʻzbekiston Respublikasi “Qimmatli qogʻozlar bozori” toʻgʻrisida Qonunning 21-moddasida belgilanishicha, qimmatli qogʻozlar savdosining tashkilotchilari sifatida quyidagilar belgilangan:

- fond birjasi;
- fond boʻlimini tashkil etgan valyuta birjasi;
- qimmatli qogʻozlarning birjadan tashqari savdosi tashkilotchisi.

Barcha qimmatli qogʻozlar savdosining tashkilotchilari oʻz faoliyatini amalga oshirish uchun tegishli litsenziyaga ega boʻlishlari lozim.

Tashkil etilgan tovar savdolarida qatnashishga Oʻzbekiston Respublikasi qonun osti hujjatlarida belgilangan ravishda faoliyat yuritayotgan yuridik shaxslarga ruxsat beriladi. Bunda, savdoda qatnashayotgan ishtirokchi boshqa bir shaxs manfaatini koʻzlab, uning nomidan harakat qilsa, brokeryoki tegishli professional litsenziyaga ega boʻlgan qimmatli qogʻozlar bozori qatnashchisi hamda markaziy

kontragent savdo tashkilotchisining savdoda qatnashish ro'yxatiga kiritilishi mumkin. Ushbu ro'yxatga savdo qatnashchilarini kiritish va ro'yxatdan chiqarish tartibi va shartlari savdo tashkilotchisi tomonidan qat'iy belgilanadi.

Fond birjasi yopiq birja turiga kiradi. Bu degani, faqat birja a'zolari (ya'ni, professional ishtirokchilar) qimmatli qog'ozlar savdosini amalga oshirishi mumkin. Odatda, fond birja a'zolari yuridik shaxslardir, lekin xalqaro amaliyotda fond birja a'zolari kategoriyasiga ham yuridik, ham jismoniy shaxslar kirishi mumkin. Ayirim mamlakatlarda, masalan AQSHda jismoniy shaxslarga, boshqa davlatlarda, misol uchun, Yaponiya, Kanada – yuridik shaxslarga va boshqa ko'pgina davlatlarda jismoniy va yuridik shaxslar o'rtasida farqlilik qilmaydi, fond birja a'zosi bo'lish afzalligi beriladi.

Fond birjaning barcha ishtirokchilari bir xil sharoit va vaziyatda bo'ladi, ya'ni har xil kategoriyaga ega bo'lgan ishtirokchilar bo'lishi mumkin emas, misol uchun, tovar birjalaridagi ishtirokchilar singari.

Birja infratuzilmasi – birja savdolarining professional ishtirokchilari bo'lib, birja faoliyatini amalga oshirishini ta'minlovchi tashkilotlardir. Ularga quyidagilarni kiritish lozim:

- qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi;
- qimmatli qog'ozlarni ro'yxatga oluvchi tashkilot;
- kliring (hisob palatalari);
- netting;
- axborot agentliklari.

Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi – depo hisobvaraqlari bo'yicha emissiyaviy qimmatli qog'ozlarni saqlashning, bunday qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olishning va emissiyaviy qimmatli qog'ozlar harakatining yagona tizimini ta'minlovchi davlat depozitariysidir.

Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi davlat unitar korxonasi shaklida tashkil etiladi hamda faoliyatini xizmatlar ko'rsatishdan olingan daromadlar va boshqa tushumlar hisobidan amalga oshiradi.

Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi xizmatlari uchun tariflarning miqdorlari O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi bilan kelishilgan holda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan tasdiqlanadi. Shu borada qimmatli

qogʻozlar markaziy depozitariy vazifalari toʻgʻrisida ham aytib oʻtish lozim.

Ularga quyidagilarni kiritish mumkin:

- qimmatli qogʻozlarni hisobga qoʻyish;
- hujjatli qimmatli qogʻozlarni saqlash;
- qimmatli qogʻozlar chiqarilganligini tasdiqlovchi hujjatlarni saqlash;

- qimmatli qogʻozlar egalarining reyestrlarini yuritish;
- davlatning qimmatli qogʻozlarga boʻlgan huquqlarini, shuningdek qimmatli qogʻozlarni boshqarish boʻyicha davlat vakolat bergan shaxslarning qimmatli qogʻozlarga boʻlgan huquqlarini hisobga olish;

- investitsiya vositachilarining depo hisobvaraqlarini yuritish;
- qimmatli qogʻozlardagi hisob-kitoblarni belgilangan tartibda amalga oshirish;

- Oʻzbekiston Respublikasining norezidentlari tomonidan chiqarilgan, Oʻzbekiston Respublikasi hududida muomalaga kiritilgan qimmatli qogʻozlarni hisobga olish;

- Oʻzbekiston Respublikasining rezidentlari tomonidan chiqarilgan, Oʻzbekiston Respublikasi hududidan tashqarida muomalaga kiritilgan qimmatli qogʻozlarni hisobga olish;

- agar qonun hujjatlarida boshqacha qoida belgilanmagan boʻlsa, investitsiya fondlari tomonidan chiqarilgan va ularga tegishli qimmatli qogʻozlarga boʻlgan huquqlarni hisobga olish;

- Deponentlarning yagona bazasini yuritish;

- Oʻzbekiston Respublikasining rezidentlari tomonidan chiqarilgan emissiyaviy qimmatli qogʻozlarga xalqaro kodlarni berish;

- depo hisobvaraqlari boʻyicha emissiyaviy qimmatli qogʻozlar harakati toʻgʻrisidagi axborotni toʻplash va tizimlashtirish.

Qimmatli qogʻozlar markaziy depozitariy huquqlariga: qimmatli qogʻozlar markaziy depozitariysi qimmatli qogʻozlar egalarining reyestrlarini yuritishga doir vazifalarini bajarayotganda investitsiya vositachilaridan mazkur reyestrlarni shakllantirish uchun zarur maʼlumotlarni soʻrash va olish hamda boshqa huquqlarni ham kiritish mumkin.

Qimmatli qogʻozlar markaziy depozitariysi majburiyatlariga quyidagilar kiradi:

- manfaatdor shaxslarning qimmatli qog'ozlarni Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysida saqlash va hisobga olish qoidalari bilan tanishib chiqish imkoniyatini ta'minlashi;
- saqlash uchun qabul qilib olingan hujjatli qimmatli qog'ozlarning but saqlanishini ta'minlashi;
- o'zining har bir deponentiga tegishli qimmatli qog'ozlar sonining va nominal qiymatining hisobini yuritishi;
- qimmatli qog'ozlarga majburiyatlar yuklatilganligi, shuningdek ularning tugatilganligi faktlari hisobini yuritishi;
- o'z deponentlarining depo hisobvaraqlari bo'yicha operatsiyalarni amalga oshirishga asos bo'lgan birlamchi hujjatlarni idoraviy arxivda saqlashi;
- o'z deponentlarining depo hisobvaraqlari bo'yicha operatsiyalarni deponentlarning yoki ular vakil qilgan shaxslarning yozma topshiriqlari asosida amalga oshirishi;
- o'z deponentining qimmatli qog'ozlarga bo'lgan mulk huquqi va boshqa ashyoviy huquqlarini uning depo hisobvarag'idan tegishli ko'chirma bergan holda tasdiqlashi;
- depo hisobvaraqlari bo'yicha qimmatli qog'ozlarning mavjudligi va harakati, holati to'g'risidagi axborotning maxfiyligini ta'minlashi;
- o'z deponentining depo hisobvarag'i bo'yicha operatsiyalarni qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organining, monopoliyaga qarshi davlat organining, shuningdek sudning, surishtiruv va tergov organlarining qarorlari asosida qonun hujjatlarida belgilangan tartibda to'xtatib turishi va boshqalar.

Emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning chiqarilishini davlat ro'yxatidan o'tkazuvchi tashkilot amalga oshiradi. Emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning chiqarilishini davlat ro'yxatidan o'tkazish qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan emitentning arizasi asosida amalga oshiriladi. Emitentning arizasiga quyidagilar ilova qilinadi:

- emissiyaviy qimmatli qog'ozlarni chiqarish to'g'risidagi qaror;
- qimmatli qog'ozlar emissiya risolasi;
- blank namunasi;
- ro'yxati qonun hujjatlarida belgilanadigan boshqa hujjatlar.

Qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning chiqarilishini ro'yxatdan o'tkazish uchun taqdim etilgan hujjatlar olingan sanadan e'tiboran o'ttiz kun ichida davlat ro'yxatidan o'tkazishi yoki emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning chiqarilishini davlat ro'yxatidan o'tkazishni rad etish to'g'risida asoslantirilgan qaror qabul qilishi shart.

Emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning chiqarilishi davlat ro'yxatidan o'tkazilayotganida emissiyaviy qimmatli qog'ozlarni chiqarish to'g'risidagi qarorning har bir nusxasida emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning chiqarilishi davlat ro'yxatidan o'tkazilganligi to'g'risida belgi qo'yiladi va emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning chiqarilishiga berilgan ro'yxatdan o'tkazilganlik raqami ko'rsatiladi.

Emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqarilishini davlat ro'yxatidan o'tkazish uchun taqdim etiladigan hujjatlarning to'g'riligi uchun javobgarlik emitent zimmasida bo'ladi.

Kliring – qimmatli qog'ozlar savdosining tashkilotchilari tomonidan ro'yxatdan o'tkazilgan qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar bo'yicha o'zaro majburiyatlarni aniqlash, aniqlashtirish va hisobga olishdir. Kliring qimmatli qog'ozlar savdosining tashkilotchisi tomonidan amalga oshiriladi. Bunda bitimlar natijalari bo'yicha qimmatli qog'ozlardagi va pul mablag'laridagi hisob-kitoblar qimmatli qog'ozlar savdosi tashkilotchisining kliring topshirig'i asosida amalga oshiriladi. Kliringni amalga oshirish tartibi qonun hujjatlari va qimmatli qog'ozlar savdosini tashkil qilish qoidalari bilan belgilanadi.

Netting – mijozning barcha pul talablarini uning barcha pul majburiyatlariga nisbatan hisobga olish orqali amalga oshiriladigan kliring usulidir.

Axborot agentligi – maxsus axborot tashkiloti bo'lib, ommaviy axborot vositalarini fond birjasi savdolari va faoliyati to'g'risida ma'lumotlar berib boradi. Uning asosiy vazifasi – fond birja faoliyatida yuz berayotgan muhim voqealar, misol uchun, aksiyalarning yangi emissiyasi, IPO jarayoni, aksiyalar kotirovkasi, qarz qimmatli qog'ozlar emissiyasi, savdosi, qoplanishi, daromadliligi va boshqalar haqida axborotlar yig'ish, ularni tahlil qilish, ommaviy axborot vositalariga uzatish kabilarni amalga oshiradi.

12.3. Fond birja savdolari mexanizmi. Birja auksioni turlari

Fond birja savdosi mexanizmi birja ustavida alohida belgilanadi. Fond birja ustavida savdo qoidalari keng yoritiladi va savdoni amalga oshirish tartib qoidalari ko'rsatiladi. Odatda, savdo mexanizmi qoidalari birja tomonidan mustaqil yoki chetdan mutaxassislar yoki ixtisoslashgan tashkilotlarni jalb qilgan holda ishlab chiqilishi mumkin.

Fond birja savdo qoidalarini ishlab chiqishda birja xodimlaridan ishchi guruhi tuziladi hamda boshqa ixtisoslashgan tashkilotlar mutaxassislarini shartnoma asosida jalb qiladi. Savdo mexanizmi qoidalarini ishlab chiqish jarayonida qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi vakillari ishtirok etishi talab qilinadi. Savdo mexanizmi qoidalarini ishlab chiqishda birjaning yuridik xizmati, birja savdolarini o'tkazishga hamda birja savdo tizimi dasturiy-texnik majmuasi qatnashadi.

Fond birjasi savdo mexanizmini ishlab chiqish quyidagilarni o'z ichiga oladi:

- savdo mexanizmi qoidalari matnini ishlab chiqish;
- savdo mexanizmi qoidalarini birja a'zolari yig'ilishida kelishishi;
- savdo mexanizmi qoidalarining birja Kuzatuv kengashi tomonidan tasdiqlanishi;
- birja savdolari elektron tizimining dasturiy ta'minotini ishlab chiqish;
- birjaning ichki me'yoriy hujjatlariga tegishli o'zgartishlar kiritish.

Birja savdosi mexanizmi qoidalarida quyidagilar ko'rsatilgan bo'lishi kerak:

- birjada amalga oshiriladigan birja bitimlarining turlari;
- birja bitimlari qatnashchilarining tarkibi va ularga nisbatan qo'yiladigan talablar yig'indisi;
- birja savdolarini amalga oshirish va ularning natijalarini ro'yxatga olish tartibi;
- birja bitimlari va ularning rasmiylashtirish tartibi;
- qimmatli qog'ozlarni kotirovka qilish tartibi;

- qimmatli qog'ozlarni birja savdolariga qo'yishni amalga oshirish tartibi (listing);
- birja bitimlari ishtirokchilari o'rtasidagi hisob-kitoblarni amalga oshirish tartibi;
- birja savdosida muomalada bo'lgan standart kontraktlarning ta'rifi;
- savdo maydonchalari va seksiyalarining ro'yxati va nomlari, agar ular birja tomonidan tashkil etilgan bo'lsa;
- birja savdolarini o'tkazish tartibi;
- birja a'zolariga axborot xizmati ko'rsatish tartibi;
- birjada narx-navoning yuzaga kelish jarayoni ustidan nazorat qilish tartibi;
- birjadagi nizolarni hal etish tartibi;
- birja savdolari qoidalarini buzganligi uchun birja a'zolari va xodimlarining javobgarligi to'g'risidagi qoidalar.

Ishlab chiqilgan fond birjasi savdo mexanizmi qoidalari birja a'zolarining umumiy yig'ilishida kelishilib, birjaning Kuzatuv Kengashi tomonidan tasdiqlangandan so'ng qabul qilinishi lozim. Birja a'zolarining umumiy yig'ilishida qoidalar kelishiladi va fond birja kuzatuv kengashiga tasdiqlash uchun kiritiladi. Agar fond birja savdo mexanizmi qoidalarining matni birja a'zolari bilan keliishish yoki Kuzatuv kengashi tomonidan tasdiqlanish jarayonida qabul qilinmasa, qoidalarga tegishli o'zgartirish va qo'shimchalar kiritilganidan so'ng kelishish va tasdiqlash uchun belgilangan tartibda amalga oshiriladi.

Fond birja savdolarida ishtirok etishga ruxsat quyidagi talablar bajarilganda beriladi:

- qimmatli qog'ozlar prospekti ro'yxatga olinishi;
- emissiya natijalari hisobotini davlat ro'yxatidan o'tish;
- qimmatli qog'ozlar emitenti tomonidan O'zbekiston Respublikasi "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida" qonunining to'liq bajarilishi.

Savdoni tashkillashtiruvchi savdoni birja nizomi talabi va hujjatlariga binoan tashkil etishi lozim. Savdoni o'tkazish vaqti savdo tashkilotchisi tomonidan erkin belgilanishi mumkin, lekin savdoni o'tkazish qoidalari bo'yicha savdoni o'tkazish vaqti asosiy savdo sessiyasi mobaynida belgilanishi kerak. Savdolar qo'shimcha savdo

sessiyalarda ham o‘tkazilishi mumkin, kun tartibidagi savdolariga kiritilgan qimmatli qog‘ozlar savdosi asosiy savdo sessiyasiga kiritilishi talab etiladi.

Savdolar amalga oshishi va bajarilishi tartibi tegishli talablar bajarilganidan keyin savdoni tashkil etuvchi tomonidan belgilanadi. Savdolarida bitimlar kelib tushgan arizalar asosida kelishiladi. Kliring tashkiloti tomonidan amalga oshgan bitimlar natijalarini aniqlashtirish savdoni tashkil etuvchi majburiyatlari bo‘yicha amalga oshadi.

Savdoda qatnashuvchi nomi yozilmagan arizalar bo‘yicha bitimlar tuzish market meyker tomonidan qilinadi.

Fond birja savdolari turli shakllarda tashkil etilishi mumkin.

O‘tkazish shakli bo‘yicha savdolar:

- a) doimiy va sessiya shaklida;
- b) kontakt (an’anaviy) va kontaktsiz (elektron).

Amalga oshish shakli bo‘yicha:

- a) ishonchnoma asosida birja savdosi (brokerlar);
- b) mustaqil birja savdolari (dilerlar).

Tashkil etish shakli bo‘yicha savdo auksionlari oddiy va murakkab auksionlarga bo‘linadi.

Oddiy auksion yo xaridorlardan kelib tushgan arizalarni qabul qilgan sotuvchi tomonidan (sotuvchi auksioni) yoki potensial sotuvchilardan manfaatli takliflar qidirayotgan xaridor tomonidan (xaridor auksioni) tashkil etilishi mumkin.

Oddiy auksionning bir necha turlari mavjud.

Xususlan ingliz auksioni – sotuvchilar savdo boshlanishidan oldin fond instrumentlarini boshlang‘ich narxda sotish uchun arizalar beradi. Ular kotirovka byulletenida kelishtirilib, birja savdo ishtirokchilariga tarqatiladi. Auksion davomida agar xaridorlar raqobati mavjud bo‘lsa, moliyaviy instrument narxi oshib boradi va natijada auksion aktivi taklif etilgan eng yuqori narxda bitta xaridorga sotiladi.

Golland auksioni –sotuvchining boshlang‘ich narxi yuqori va qachonki xaridor narxni ma’qullamagunicha auksionni olib boruvchi mutaxassis narxni pasaytirib boradi. Bunday holatda qimmatli qog‘ozlar narxiga rozi bo‘lgan xaridor tomonidan sotib olinadi.

Qorong‘u auksion –barcha xaridorlar bir paytda qimmatli qog‘ozlarni sotib olish uchun o‘zlarining narxlarini taklif qilishadi va

eng yuqori narx taklif qilgan shaxs qimmatli qogʻozlarni sotib oladi. Ayrim rivojlangan mamlakatlar qisqa muddatli davlat obligatsiyalarini – uch oyli, olti oyli, bir yillik – “qorongʻi” auksion orqali joylashtiradi.

Murakkab auksion (uzluksiz, “chaqiriqli” yoki “olomonli”). Auksionning bunday turi sotuvchilar va xaridorlar raqobatining yuqori boʻlishini taqozo etadi. Birja savdosini tashkil etish shakli sifatida murakkab auksionlar fond bozori xususiyatiga boshqa auksionlarga nisbatan mos ravishligi bilan ajralib turadi.

Murakkab auksionlar quyidagicha farqlanadi.

Chaqiriqli bozor (on call market). Fond bozorida bitimlar kamdan kam tuzilsa, sotuvchi va xaridor narxlari oʻrtasida katta farq yuzaga keladi va u birja kotirovkasida spread, deb nomlanadi. Buning natijasida, bitimlardagi narxlar tebranishi yuqori va muntazam xarakterga boʻladi, bunday bozor likvid emas, birja savdolari uzluksiz auksion shaklida tashkil etilishi umuman, murakkab hisoblanadi. Chaqiriqli bozorda birja savdosini tashkil etilishi kam kuzatiladi, bozor likvidligi past boʻlganligi sababli, qimmatli qogʻozlar savdosida qatnashish uchun arizalar tushish muddati uzaytiriladi va tashkil etilgan birja savdosida deyarli barcha qimmatli qogʻozlar savdosi boʻlib oʻtadi.

Uzluksiz auksion. Broker muqaddam bergan arizasini oʻzgartirishi mumkin emas, shuning uchun vaqt mezonini yozma auksionda muhim element hisoblanadi. Natijada, qimmatli qogʻozning kliring narxi aniqlanadi va shu narxda sotuvchi va xaridorlar bitim tuzadilar. Shunday holat bozorni katta hajmda yigʻilib qolgan moliyaviy aktivlarga boʻlgan buyurtmalarni barobariga sotib turadi. Likvid bozorda bunday “barobariga sotishlar” bir birja kunida bir necha marotaba sodir boʻlib turadi. Jahonda barobariga sotish amaliyotidan keng foydalanadigan yirik bozorlar –Avstriya, Belgiya, Germaniya va Isroil davlati birjalaridir. Bunday barobariga sotish savdolari – qimmatli qogʻozlarga doimiy talab va taklif, bozor likvidligi, uzluksiz auksionga oʻtish imkoniyati mavjudligini bildiradi. Oʻz navbatida, uzluksiz auksion uch turga ega.

Birinchi turi – *buyurtmalar kitobidan foydalanish*, unga brokerlardan kelib tushgan ogʻzaki arizalar kiritiladi, keyin klerk (birja vakili) arizalarni kelib tushish muddati va qimmatli qogʻozlarni sotib olish hajmi boʻyicha ajratadi.

Ikkinchi turi – *tablo*, unda qimmatli qog‘ozlarga nisbatan tanlangan eng yaxshi ikkita narx (eng yuqori – sotib olish uchun va eng past – sotish uchun narxlar) ko‘rsatiladi. Makler kelib tushgan arizalarni narxlar bo‘yicha guruhlaydi va har bir qimmatli qog‘ozga kurs taklifini belgilaydi. Ushbu narxlar broker ish joyi ekraniga yoki tabloga chiqariladi. Misol uchun, Nyu York fond birjasida biror bir korporatsiya aksiyalari bo‘yicha quyidagi ma‘lumotlar ko‘rsatiladi “17 va 3/8 17 va 3/4 nisbatan” yoki “3/8, 3/4”. Bu 17 va 3/8 – talabning eng yaxshi narxi, 17 va 3/4 – taklifning eng yaxshi narxini bildiradi. Bunday narxlar birja savdosi jarayonida savdo o‘yinlari strategiyasini belgilash va arizalar korektirovkasini qilish uchun asos bo‘lib xizmat qiladi. Vaziyatni tahlil qilib, savdo zalidagi treyderlar ko‘rishi uchun brokerlar o‘zlari tabloga aktivlar narxini chiqaradi. Buyurtmalar tabloga xronologik tarzda joylashtiriladi shuning uchun vaqt omili hal qiluvchi rolni o‘ynaydi. Agar o‘xshash buyurtmalar xuddi shunday narxlarda avvalroq kelib tushsa va bozorning qarshi tomonidagi buyurtmalar bajarilishiga yo‘l qo‘ymasa, buyurtmalar bajarilmaydi. Ushbu buyurtmaning bajarilmaslik sababi aksiyaga “avvalroq” ariza kelib tushgani bo‘lishi mumkin. Agar “avvalroq” arizalarning narxlar diapazoni bozor taklif qilinayotgan narxlar bilan keskin farq qilsa, savdo jarayonida makler “avvalroq” kelib tushgan arizalarni chiqarib tashlab, birja savdosiga korektirovkalar kiritishi mumkin. Birja savdosi tashkil etilishining o‘zi chegaraviy spred o‘rnatish yo‘li orqali bozor likvidligini oshirishga imkon beradi.

Uzluksiz auksionning uchinchi turi – *olomon*. Treyderlar faqat savdoga kelib tushayotgan aksiyalarni e‘lon qiluvchi klerk (birja vakili) atrofida to‘planishadi va kontragentga o‘zlari taklif qilayotgan narxlarni ovoza qilishadi. “Olomon”dagi savdolar turli narxlarda amalga oshadi va ko‘p hollarda bitta xaridor aniq narxni belgilamagan holda bir nechta sotuvchilar bilan turli narxlarda aksiyalarni xarid qiladi. Zamonaviy kompyuter texnikasi bilan jihozlangan yirik birjalarda “olomon” shaklida birja savdosi tashkil qilinishini tasavvur qilish qiyin, ayniqsa, jahon yirik kompaniyalar tomonidan aktiv emissiyalar oshirilganda. Lekin, bunday uzluksiz birja savdosining yarim ijobiy jihatlari mavjud, qarz bozoridagi buyurtmalarni birlashtiradi va shu orqali ushbu bozorni qimmatli qog‘ozlardan

“tozalab” bajarilayotgan buyurtmalar sonini maksimal darajaga ko‘taradi.

Birjada savdolarini tashkil qilish uchun operatsion zalga alohida talablar belgilanadi:

- har bir savdo ishtirokchisi uchun zarur sharoitlar yaratib berish;
- har bir savdo tovari uchun alohida zal, unda xona tagi amfiteatr shaklida bo‘lishi kerak. Shuning uchun, bitimlar amalga oshadigan joyni “pol”, “chuqurlik” yoki “birja xalqasi” deyiladi;
- zal markazida, balandlikda joylashgan maxsus joyda savdoni olib boruvchilar, operatsiya va narxlarni ro‘yxatga oluvchilar bo‘lishi darkor;
- zal atrofida (400 gacha ... 500) birja savdolarida qatnashish huquqi mavjud bo‘lgan, maxsus jihozlangan kabinalarda brokerlar joyi bo‘ladi;
- axborot tablo mavjudligi;
- axborot agentliklar vakillari uchun maxsus ish joylari tashkil etish;
- birja zali yonida axborotlari ro‘yxatga olish va ombor xodimlari uchun bo‘limlar bo‘lishi darkor.

AMALIYOT DARSİ UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Fond birjalari faoliyatining nazariy asoslari.
2. Fond birjalari faoliyatining huquqiy asoslari.
3. Qimmatli qog'ozlar savdo tizimlari.
4. Qimmatli qog'ozlar savdolari ishtirokchilari.
5. Diler, broker, market-meyker faoliyatidagi umumiy va farqli jihatlar.
6. Birja savdolarida auksionlar tashkil etish va o'tkazish.
7. Qimmatli-qog'ozlar depozitariysi faoliyat mexanizmi.
8. Hisob-kitob-kliring palatasi faoliyat mexanizmi.
9. Birjadan tashqari qimmatli qog'ozlar savdosi.
10. Investitsiya vositachilari faoliyat mexanizmi.

2. Fond birjasi, qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi, hisob-kitob kliring palatasi faoliyat mexanizmi bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Fond birjasi	Markaziy depozitariy	Hisob-kitob kliring palatasi
1	1	1
2	2	2
3	3	3
...

3. "Toshkent" Respublika fond birjasi va Elsis-Savdo birjadan tashqari savdo tizimi faoliyat mexanizmi bo'yicha jadvalni to'ldiring.

"Toshkent" RFB	Elsis-Savdo
1	1
2	2
3	3
...	...

TESTLAR

1. Bozor omillari o'zgarishi oqibatida aktiv qiymatini pasayishi bog'liq bo'lgan risklar hisoblanadi?

- a) bozor risklari;
- b) foiz risklari;
- d) kredit riski;
- e) valyuta riski.

2. Quyidigilardan qaysi biri bozor riskini standart shakli hisoblanmaydi?

- a) investitsion risklar;
- b) fond (yoki narx) riski;
- d) foiz riski;
- e) valyuta riski.

3. Kritsman va Li tomonidan moliya bozoridagi nobarqarorlikni aniqlash uchun foydalanilgan "nobarqarorlik indeksi" qanday aniqlanadi?

- a) $d_t = (y_t - \mu) \Sigma^{-1} (y_t - \mu)^T$;
- b) $d_t = (y_t + \mu) \Sigma^1 (y_t - \mu)^T$;
- d) $d_t = (y_t - \mu)$;
- e) $d_t = \Sigma^{-1} (y_t - \mu)^T$.

4. 1990-yillar yarmidan to hozirgi kunga qadar yirik xalqaro banklar va regulyatorlar boshchiligida deyarli barcha moliyaviy institutlar risk metrikasisifatida qaysi risklarni hisoblash uslubiyoti qo'llaniladi?

- a) VaR(Value at Risk);
- b) stress-test usuli;
- d) tizimli riskni erta aniqlash indikatorlari;
- e) spetsifik (o'ziga xos) risklar.

5. Narxlar o'zgarishining ehtimolli taqsimoti normal taqsimot qonuniga bo'ysunganda, VaR miqdorini qanday formula bo'yicha hisoblanadi?

- a) $VaR = V_0 * u_\alpha * \sigma_t$;

- b) $VaR = (y_t - \mu)$;
- d) $VaR = V_0 * \sigma_t$;
- e) $VaR = V_0 * u_\alpha$.

6. Aktivlar yoki portfelni o‘zida aks ettiradigan biror bir tasodifiy jarayonni simulyatsiya qilish uchun umumiy usul – bu...

- a) Monte Karlo Simulyatsiyasi usuli;
- b) variatsion-kovariatsion (delta-normal, korrelyatsion, parametrik, analitik) usul;
- d) retrospektivsimulyatsiya (Historical Simulation) usuli;
- e) parametrik yondashuv.

7. Markovisning portfel nazariyasiga asoslangan portfel riskini bahosi boshqa bir amerikalik iqtisodchi olim Uilyam Sharp tomonidan tadqiq qilindi va u Sharp koeffitsiyenti nomi bilan tanildi. Ushbu koeffitsiyent qaysi tenglama bilan ifodalanadi?

- a) $S = \frac{\mu_p - R_f}{\sigma_p}$;
- b) $S = \frac{\mu_p}{\sigma_p}$;
- d) $S = \frac{R_f}{\sigma_p}$;
- e) $S = \mu_p - R_f$.

8. Bunda uzoq davrni ichiga olgan statistik ma’lumotlarga tayanib portfel yo‘qotishlarining empirik ehtimolli taqsimotini aniqlanadi. Keyin mos keladigan kvantildan keltirib chiqish orqali VaR qiymatini aniqlanadi. Bu yondashuv ...

- a) Retrospektivsimulyatsiya (Historical Simulation) usuli;
- b) Variatsion-kovariatsion (delta-normal, korrelyatsion, parametrik, analitik) usul;
- d) Parametrik yondashuv;
- e) FMonte Karlo Simulyatsiyasi usuli.

9. Potensial (istiqboldagi mumkin bo‘lgan) yo‘qotishlarni qancha davr oralig‘i uchun hisoblanishni anglatadigan muddat –nima deb ataladi?

- a) risk gorizonti;

- b) foiz riski;
- d) riskni baholash;
- e) kredit riski.

10. Bazel kelishuviga muvofiq VaRning risk gorizonti necha kunni tashkil etadi.

- a) 10 kun;
- b) 12 kun;
- d) 15 kun;
- e) 20 kun.

MOLIYA BOZORI

XIII BOB. MOLIYA BOZORIDA BANKLAR VA NOBANK KREDIT INSTITUTLARI

13.1. Moliya bozorida banklarning ishtiroki

Banklar moliya bozorining faol ishtirokchilari hisoblanadi. Zamonaaviy moliya bozori murakkab tizimga ega bo'lib, pul bozori, kredit bozori, qimmatli qog'ozlar bozori, valyuta bozori va boshqalarni o'z ichiga oladi hamda ularning har birida banklar ishtiroki kuzatiladi. Umumiy holda banklar moliya bozorida emitent, investor, investitsion vositachilar sifatida ishtirok etadi. Ayrim davlatlarda banklar depozitariy vazifasini ham bajaradi.

Banklarning emitent sifatida faoliyati aksiyalar, korporativ obligatsiyalar, depozit sertifikatlari muomalaga chiqarishi va investorlar o'rtasida joylashtirishi bilan izohlanadi. Shuningdek, "Markaziy bank davlatning qimmatli qog'ozlari, shuningdek Markaziy bankning o'zi chiqargan qarz majburiyatlarini xarid qilishi va ochiq bozorda sotishi mumkin".⁸⁶

O'zbekiston Respublikasi "Banklar va bank faoliyati to'g'risida"gi Qonuniga asosan tijorat banklari "qimmatli qog'ozlar chiqarish, xarid qilish, sotish, hisobini yuritish va ularni saqlash, mijoz bilan tuzilgan shartnomaga binoan qimmatli qog'ozlarni boshqarish, qimmatli qog'ozlar bilan boshqa operatsiyalarni bajarish"⁸⁷ kabilarni amalga oshiradi. Umumiy holda banklar qimmatli qog'ozlar bozorida quyidagi operatsiyalarni amalga oshirishi mumkin:

- qimmatli qog'ozlarni chiqarish, sotib olish, sotish, saqlash;
- qimmatli qog'ozlarga mablag'lar kiritish;
- ishonchli boshqaruvchi sifatida mijoz topshirig'i asosida qimmatli qog'ozlarni boshqarish;

⁸⁶ "O'zbekiston Respublikasining Markaziy banki to'g'risida"gi qonuni, 25-modda.

⁸⁷ O'zbekiston Respublikasi "Banklar va bank faoliyati to'g'risida"gi qonuni, 4-modda.

- qimmatli qog'ozlar oldi-sotdi jarayonida mijoz topshirig'i asosida uning hisobidan vositachilik funksiyalarini bajarish, broker vazifasini bajarish;

- qimmatli qog'ozlar chiqarish va muomalasi masalalari bo'yicha konsultatsion xizmatlar ko'rsatish (investitsiya maslahatchiligi);

- investitsion kompaniya, anderrayter sifatida qimmatli qog'ozlar chiqarilishini tashkil etish;

- qimmatli qog'ozlarni joylashtirish bo'yicha uchinchi shaxslar foydasiga kafolat berish.

O'zbekiston Respublikasi "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi qonuniga asosan, mamlakatimizda korporativ obligatsiyalar investorlarga tegishli mablag'larning emitentlar tomonidan to'lanishi bo'yicha to'lov agentlari vazifasini bajaruvchi tijorat banklari ishtirokida chiqariladi.

Infratuzilma obligatsiyalari chiqarilganda esa ularni joylashtirishdan tushgan mablag'lar alohida bank hisobvarag'ida jamlanadi va emitentning ulardan maqsadli foydalanilishini nazorat qiluvchi kuzatuv kengashi yoki yuqori boshqaruv organi qaroriga ko'ra sarflanadi.

Emitent majburiyatlarining bajarilishi garov, bank kafolati yoki qonunda nazarda tutilgan boshqa usullar bilan qo'shimcha ta'minlangan obligatsiyalarni chiqarish to'g'risidagi qarorda qo'shimcha ta'minot bergan shaxs to'g'risidagi va ta'minot shartlari haqidagi ma'lumotlar ham ko'rsatilishi kerak. Bu holda obligatsiyalarni chiqarish to'g'risidagi qaror qo'shimcha ta'minot bergan shaxs tomonidan ham imzolanishi kerak. Bundan ham ko'rinib turibdiki tijorat banklari kafolati ostida ham obligatsiyalar chiqarilishida chiqarilishi mumkin.

Tijorat banklari tomonidan depozit sertifikatlarini chiqarish qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi bilan kelishilgan holda O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan belgilangan tartibda amalga oshiriladi.

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

Veksellarni chiqarish esa qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi bilan kelishilgan holda

O‘zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi va O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan belgilangan tartibda amalga oshiriladi. Bunda veksel beruvchining yoxud vekselda ko‘rsatilgan boshqa to‘lovchining vekselda nazarda tutilgan muddat kelganda veksel egasiga muayyan summani to‘lashga doir qat’iy majburiyatini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog‘oz veksel hisoblanadi.

Mamlakatimizda va xorijiy emitentlar qimmatli qog‘ozlarni mustaqil ravishda, shuningdek banklar va investitsiya vositachilari orqali joylashtirish huquqiga ega.

Ayni paytda Tashqi iqtisodiy faoliyat milliy baki tomonida “Kvars” aksiyadorlik jamiyati aksiyalari joylashtirilayotganligi bunga yaqqol misol bo‘ladi. Shu o‘rinda “qimmatli qog‘ozlarga doir narxlarning, talab va taklifning darajasini saqlab turish uchun birja bitimlari tuzilganda market-meyker birjaga, Qimmatli qog‘ozlar markaziy depozitariysiga, shuningdek O‘zbekiston Respublikasi Tashqi iqtisodiy faoliyat milliy bankiga yig‘imlar va boshqa to‘lovlar to‘lashdan ozod qilinganligini”⁸⁸ ta’kidlash lozim.

Emitentlar qimmatli qog‘ozlarni mustaqil ravishda, shuningdek banklar va investitsiya vositachilari orqali joylashtirish huquqiga ega. Bunda banklar va investitsiya vositachilari emitentlar tomonidan chiqarilgan emissiyaviy qimmatli qog‘ozlar chiqarilishining joylashtirilmagan qismini sotib olish majburiyatini olib yoki olmagan holda emissiyaviy qimmatli qog‘ozlarni emitent nomidan sotish to‘g‘risida emitentlar bilan shartnomalar tuzishi mumkin. Bunda emitent, shuningdek u bilan shartnomaga ko‘ra emissiyaviy qimmatli qog‘ozlar joylashtirilishini amalga oshiruvchi banklar va investitsiya vositachilari mazkur qimmatli qog‘ozlar olinguniga qadar investorga qimmatli qog‘ozlar emissiya risolasi va emissiyaviy qimmatli qog‘ozlarni joylashtirish shartlari bilan tanishib chiqish imkoniyatini ta’minlashi shart.

Qimmatli qog‘ozlarning uyushgan savdosida qimmatli qog‘ozlarga doir bitimlar natijalari bo‘yicha pul mablag‘larining hisob-kitoblari O‘zbekiston Respublikasi Tashqi iqtisodiy faoliyat milliy banki tomonidan amalga oshiriladi.

Qimmatli qog‘ozlarning uyushgan savdosida qimmatli qog‘ozlarga doir bitimlar natijalari bo‘yicha qimmatli qog‘ozlardagi hisob-kitoblar

⁸⁸ O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi qonuni, 16-modda.

esa Qimmatli qog‘ozlar markaziy depozitariysi va (yoki) investitsiya vositachisi tomonidan amalga oshiriladi.

Moliya bozorida tijorat banklari kredit operatsiyalari orqali faol ishtirok etishi barchaga ma’lum holat. Shuningdek valyuta bozorida ham banklarning faolligi bozor iqtisodiyoti sharoitida alohida ahamiyatga ega.

13.2. Aksiyadorik tijorat banklari aksiyalar emitenti sifatida

Banklar, qoida tariqasida, mulkchilikning har qanday shakli asosida aksiyadorlik jamiyati tarzida tashkil etiladi. Yuridik va jismoniy shaxslar, shu jumladan chet ellik yuridik va jismoniy shaxslar bank muassislari bo‘lishi mumkin.

Har bir aksiyadorning ustav kapitalidagi ishtirokining eng ko‘p ulushi qonun hujjatlari bilan belgilanadi. Bank muassislari bank aksiyadorlari tarkibidan u ro‘yxatga olingan kundan boshlab bir yil mobaynida chiqib ketish huquqiga ega emaslar.

Bankning boshqa banklarning ustav kapitalida ishtirokiga yo‘l qo‘yilmaydi, chet el kapitali ishtirokidagi banklar va sho‘ba banklar tashkil etish hollari, shuningdek qonun hujjatlarida nazarda tutilgan boshqa hollar bundan mustasno.

Bank ustavida ustav faoliyatga doir qator masalalar bilan birga tijorat banki ustav kapitalining miqdori, muassislar ro‘yxati va ustav kapitalidagi ulushlarning taqsimoti belgilab qo‘yiladi.

Bankning ustav kapitali bank muassislari va aksiyadorlari to‘lagan pul mablag‘laridan tashkil topadi. Kreditga va garovga olingan mablag‘lardan hamda boshqa jalb etilgan mablag‘lardan bankning ustav kapitalini shakllantirish uchun foydalanishga yo‘l qo‘yilmaydi. Alohida hollarda qonun hujjatlariga muvofiq bankning ustav kapitalini shakllantirish uchun byudjet mablag‘laridan foydalanilishi mumkin.

Eng kam ustav kapitali bank muassislari tomonidan uni ro‘yxatga olish paytigacha to‘lanishi kerak.

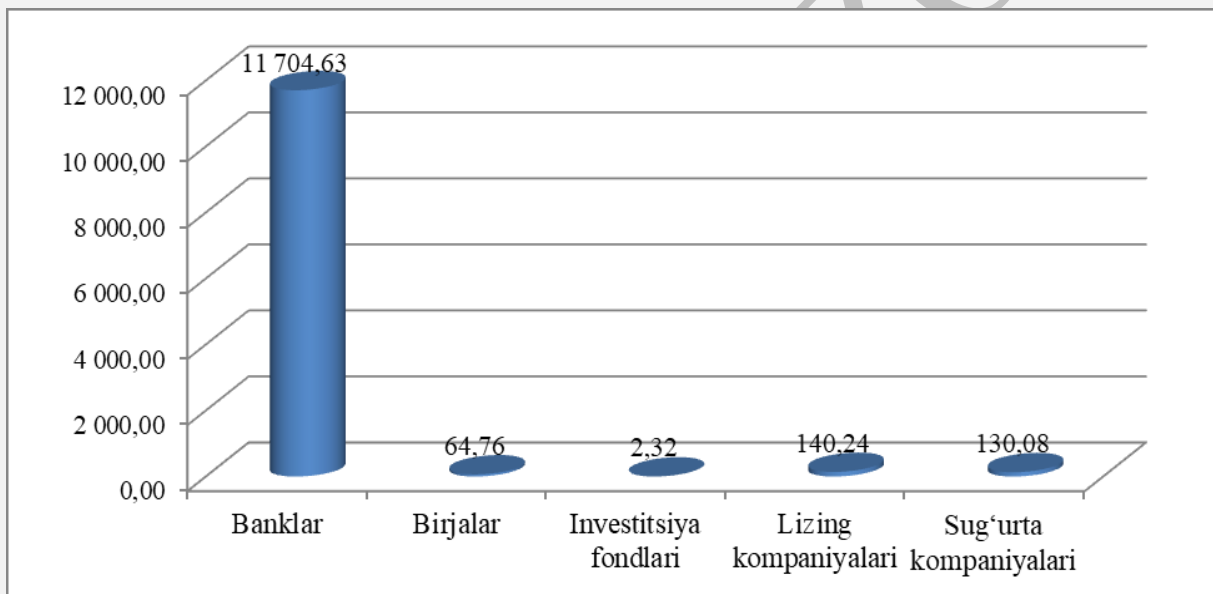
Ustav kapitali uchun to‘lanadigan mablag‘lar O‘zbekiston Respublikasining Markaziy bankida yoki boshqa banklarida ochilgan jamg‘arish hisobvarag‘iga o‘tkaziladi. Ko‘rsatilgan mablag‘lardan depozit sifatida foydalanish mumkin.

Banklar ustav kapitalining eng kam miqdori Markaziy bank tomonidan belgilanadi. Hozirgi kunda yangidan tashkil etilayotgan tijorat banklari ustav kapitalining eng kam miqdori 100,0 milliard so‘m qilib belgilandi.

Ilgari bu talab aksiyadorlik tijorat banklari va xususiy banklar uchun alohida-alohida belgilangan bo‘lib, 10 million yevro va 5 million yevro ekvivalentida edi.

Tijorat banklari tomonidan ustav kapitalini shakllantirishda oddiy va imtiyozli aksiyalar muomalaga chiqarilishi mumkin.

2018 yil 15 fevral holatiga respublikamizda faoliyat ko‘rsatayotgan 26ta tijorat banki tomonidan jami 11704,63 milliard so‘mlik aksiyalar joylashtirilgan (13.1-rasm).



13.1-rasm. Respublikamizda moliya institutlari tomonidan muomalaga chiqarilgan aksiyalar miqdori, milliard so‘mda (05.01.2018 yil holatiga)

Yuqoridagi rasm ma‘lumotlaridan ham ko‘rinib turibdiki, respublikamiz aksiyalar bozorida moliya institutlari ichida banklar keskin yuqori ulushga ega.

Banklar o‘z faoliyati davomida aksiyalar shaklidagi o‘z qimmatli qog‘ozlari bilan kafolatlangan kredit berishga; oldindan Markaziy bankning roziligini olmay turib, o‘z aksiyalarini sotib olishga haqli emaslar.

Yuridik yoki jismoniy shaxs yoxud o‘zaro kelishuv bilan bog‘langan yoki bir-birining mol-mulkini nazorat qiluvchi yuridik va jismoniy

shaxslar guruhi tomonidan bir yoki bir necha bitim natijasida bank aksiyalarining 5 foizidan ortig‘ini olish O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki xabardor qilinishini, 20 foizidan ortig‘ini olish uchun esa, oldindan uning roziligini olishni talab qiladi.

O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining oldindan roziligini olish tartibi O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi tomonidan belgilanadi.

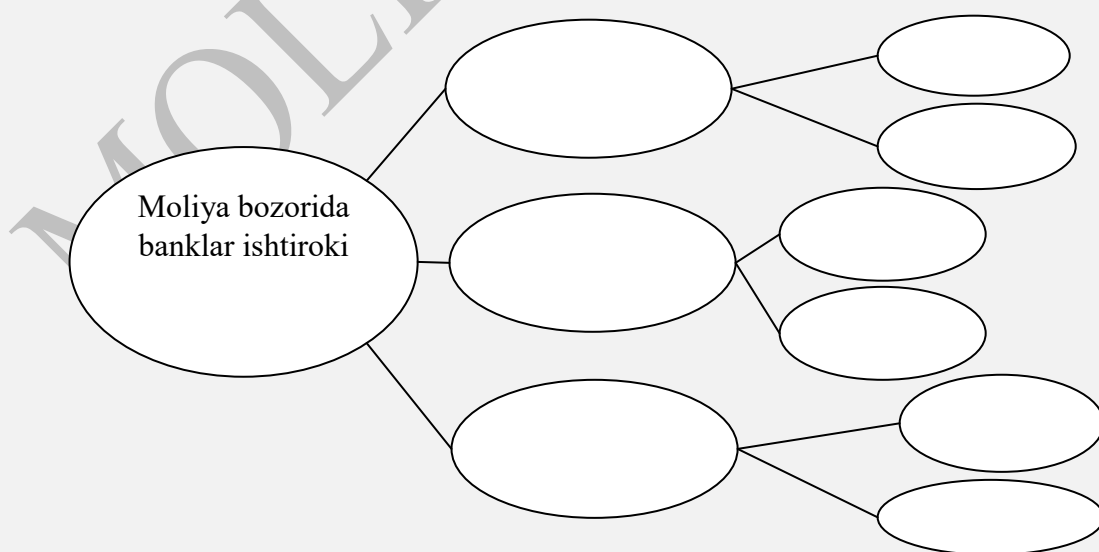
MOLIYA BOZORI

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Moliya bozorida banklar ishtirokining o'ziga xos xususiyatlari.
2. Markaziy bankning moliya bozoridagi ishtiroki alohida jihatlari.
3. Tijorat banklari moliya bozorida investitsiya vositachisi sifatida.
4. Tijorat banklarining emitent sifatidagi faoliyatining amal qilish mexanizmi.
5. Tijorat banklari tomonidan qimmatli qog'ozlarni joylashtirish tartibi.
6. Mamlakatimizda tijorat banklari tomonidan joylashtirilgan qimmatli qog'ozlar tahlili.
7. Moliya bozorida nobank kredit institutlarining ishtiroki.
8. Pul bozorida nobank kredit institutlari faoliyat mexanizmi.
9. Mikrokredit tashkilotlari va lombardlarning moliya bozoridagi faoliyati xususiyatlari.

2. Moliya bozorida banklar ishtiroki bo'yicha klaster shakllantiring.



3. Tijorat banklari tomonidan aksiyalar va obligatsiyalar joylashtirish tartibi bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Aksiyalar joylashtirish tartibi	Obligatsiyalar joylashtirish tartibi
1	1
2	2
3	3
...	...

TESTLAR

1. Tijorat tashkiloti bo'lib, yuridik va jismoniy shaxslardan omonatlar qabul qilish hamda qabul qilingan mablag'lardan tavakkal qilib kredit berish yoki investitsiyalash uchun foydalanish, to'lovlarni amalga oshiradigan yuridik shaxs - ...

- a) bank;
- b) markaziy depozitariy;
- d) sug'urta tashkiloti;
- e) investitsiya jamg'armasi.

2. Talab qilinishi bilanoq yoki to'lovni amalga oshiruvchi shaxs bilan to'lovni oluvchi shaxs yoxud ularning qonuniy vakillari o'rtasida kelishilgan muddatda foizlar yoki ustama haq to'lagan holda yoxud bunday to'lovlarsiz hammasini qaytarib berish sharti bilan topshiriladigan pul summasi - ...

- a) omonat (depozit);
- b) investitsiya;
- d) kredit;
- e) qarz.

3. Moliya bozorida Banklar quyidagi qaysi ko'rinishda ishtirok etishi mumkin?

- a) emitent;
- b) investor;
- d) investitsion vositachi;
- e) barcha javoblar to'g'ri.

4. O‘zbekiston Respublikasining qaysi qonunida tijorat banklari qimmatli qog‘ozlar chiqarish, xarid qilish, sotish, hisobini yuritish va ularni saqlash, mijoz bilan tuzilgan shartnomaga binoan qimmatli qog‘ozlarni boshqarish, qimmatli qog‘ozlar bilan boshqa operatsiyalarni bajarish kabilarni amalga oshiradi deb keltirilgan?

- a) “Banklar va bank faoliyati to‘g‘risida”;
- b) “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”;
- d) “Birjalar va birja faoliyati to‘g‘risida”;
- e) “O‘zbekiston Respublikasining Markaziy banki to‘g‘risida”.

5. Mamlakatimizda korporativ obligatsiyalar investorlarga tegishli mablag‘larning emitentlar tomonidan to‘lanishi bo‘yicha to‘lov agentlari vazifasini bajaruvchi tijorat banklari ishtirokida chiqarilishi qaysi qonunda belgilangan?

- a) “O‘zbekiston Respublikasining Markaziy banki to‘g‘risida”.
- b) “Banklar va bank faoliyati to‘g‘risida”.
- d) “Birjalar va birja faoliyati to‘g‘risida”;
- e) “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”.

6. O‘zbekiston Respublikasida yangi tashkil etilayotgan tijorat banklarining ustav kapitali shakllantirilishining eng kam miqdori qancha so‘mni tashkil etadi?

- a) 100 mlrd so‘m;
- b) 50 mlrd so‘m;
- d) 150 mlrd so‘m;
- e) 400 mlrd so‘m.

7. Yuridik yoki jismoniy shaxs yoxud o‘zaro kelishuv bilan bog‘langan yoki bir-birining mol-mulkini nazorat qiluvchi yuridik va jismoniy shaxslar guruhi tomonidan bir yoki bir necha bitim natijasida bank aksiyalarining qancha miqdorini olishida O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki xabardor qilinishi kerak?

- a) 5 foizidan ortig‘ini (20 foizigacha);
- b) 10 foizidan ortig‘ini (20 foizigacha);
- d) 12 foizidan ortig‘ini (20 foizigacha);

e) 15 foizidan ortig'ini (20 foizigacha).

8. Yuridik yoki jismoniy shaxs yoxud o'zaro kelishuv bilan bog'langan yoki bir-birining mol-mulkini nazorat qiluvchi yuridik va jismoniy shaxslar guruhi tomonidan bir yoki bir necha bitim natijasida bank aksiyalarining 20 foizdan oshiq miqdorini olishida kimdan ruxsat olishi talab qilinadi?

- a) O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki;
- b) O'zbekiston Respublikasi Markaziy depozitariysi;
- d) Toshkent RFB;
- e) O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi.

9. Infratuzilma obligatsiyalari chiqarilganda esa ularni joylashtirishdan tushgan mablag'lar alohida bank hisobvarag'ida jamlanadi va emitentning ulardan maqsadli foydalanilishini kim tomonidan belgilanadi?

- a) nazorat qiluvchi kuzatuv kengashi yoki yuqori boshqaruv organi qaroriga ko'ra;
- b) ijrochi direktor qaroriga ko'ra;
- d) moliyaviy menejer qaroriga ko'ra;
- e) investor qaroriga ko'ra.

10. Qimmatli qog'ozlarning uyushgan savdosida qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar natijalari bo'yicha qimmatli qog'ozlardagi hisob-kitoblar kim tomonidan amalga oshiriladi?

- a) qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi va (yoki) investitsiya vositachisi;
- b) bank;
- d) sug'urta tashkiloti;
- e) investitsiya jamg'armasi.

XIV BOB. INVESTITSIYA VA PAY FONDLARI

14.1. Investitsiya fondlarining iqtisodiy mohiyati, paydo bo‘lishi va ahamiyatli jihatlari

Bugungi kunda investitsiya va pay fondlari moliya bozorining muhim ishtirokchilari qatorida tilga olinadi. Investitsiya fondlari rivojlangan davlatlar moliya bozorlarida ham keng miqyosda faoliyat ko‘rsatib kelmoqda. Shundan kelib chiqqan holda quyida mazkur masala xususida to‘xtalib o‘tamiz.

Investitsiya fondlari ko‘plab investorlar tomonidan tanlangan investitsion vositachilar hisoblanadi. Bunda “Investitsiya fondlari moliyaviy vositachilar sifatida individual investorlarga aksiyalarni sotish orqali fond shakllantiradilar va fond mablag‘larini aksiya va obligatsiyalar bilan diversifikatsiyalangan investitsiya portfelini sotib olishga yo‘naltiradilar”.⁸⁹

Investitsiya fondlari faoliyati o‘z aksiyalarini joylashtirish orqali jalb qilingan kapitalni boshqa moliyaviy aktivlarga, xususan qimmatli qog‘ozlarga kiritish orqali daromad olish hamda olingan daromadni aksiyadorlar o‘rtasida taqsimlash asosida tashkil etiladi. Bunda daromad olish deganda kurs oshganda qimmatli qog‘ozlarni (xorijiy valyutalarni) qayta sotish, olinadigan foiz yoki dividend ko‘rinishilagi tushumlar nazarda tutiladi.

Investitsiya fondlari aksiyalar muomalaga chiqarishidan ham ko‘rinib turibdiki, milliy va xalqaro amaliyotda ular aksiyadorlik jamiyatlari shaklida tashkil etiladi.

“Investitsiya fondlarining paydo bo‘lishi 1800-yillar o‘rtalarida Angliya va Shotlandiyaga to‘g‘ri keladi. Investitsion kompaniyalar cheklangan resurslarga ega investorlarning pul mablag‘larini birlashtirish hisobiga tashkil etilgan bo‘lib, o‘z navbatida yig‘ilgan pullar turli qimmatli qog‘ozlarga yo‘naltirilgan. Amerika qo‘shma

⁸⁹ *Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 30.*

shtatlari iqtisodiy o‘sishi uchun Amerika temir yo‘l kompaniyalari obligatsiyalariga kapital kiritila boshlangach, bunday investitsion kompaniyalar nihoyatda ommalashadi. 1824 yilda Bostonda birinchi investitsiya fondi asosiy sohalarga investitsiyalar kiritish uchun mablag‘lar jalb qilish maqsadida aksiyalar muomalaga chiqargan”.⁹⁰

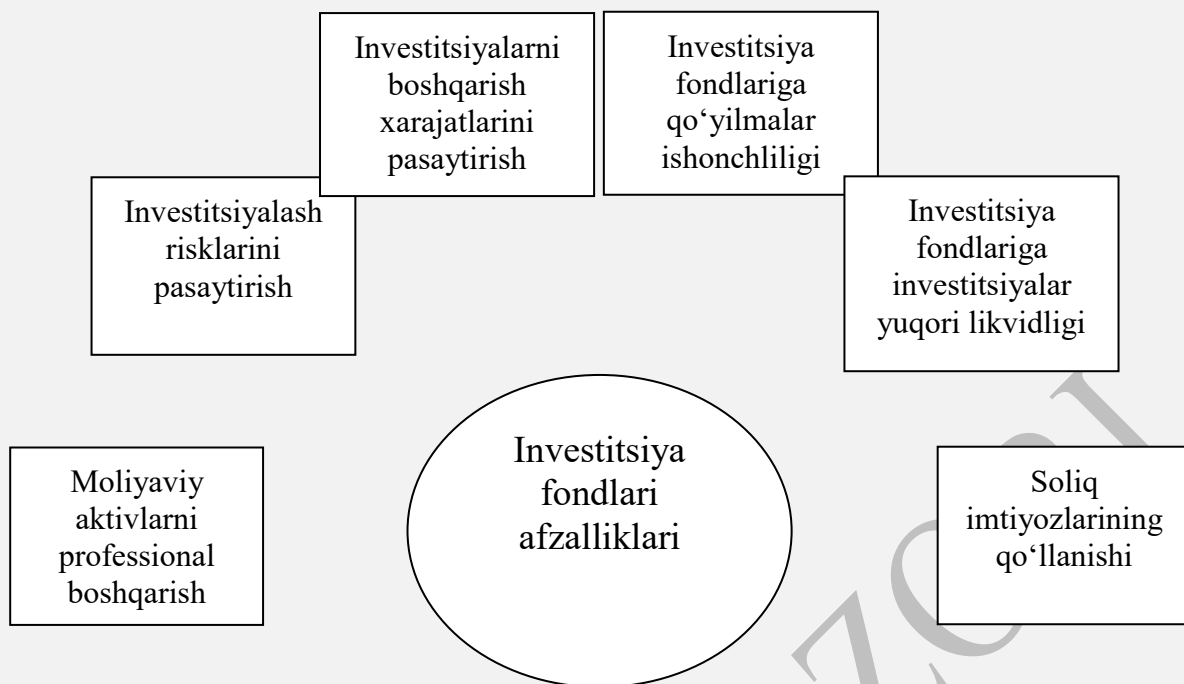
Birinchi investitsiya fondi faoliyat muvaffaqiyatli kechgach, bunday fondlar ko‘plab tashkil etila boshlandi. 1929–1933 yildagi jahon iqtisodiy inqirozi investitsiya fondlari rivojlanishiga salbiy ta‘sir ko‘rsatdi. Xususan, “1929 yildagi fond bozorining qulashi investitsiya fondlari rivojlanishini bir necha o‘n yillar davomida to‘xtatib qo‘ydi, chunki mayda investorlarning aksiyalarga investitsiyalar va qisman investitsiya fondlariga ham ishonchini pasaytirdi. 1940 yilda AQSHda to‘lovlar va investitsiya siyosati bilan bog‘liq munosabatlarni oshkor qilish siyosatiga doir ko‘plab talablarni o‘z ichiga olgan “Investitsiya kompaniyalari to‘g‘risida”gi qonun qabul qilindi. Natijada investitsiya fondlari faoliyatida barqaror o‘shish va sanoatni qo‘llab-quvvatlash qaytadan boshlandi”.⁹¹

Investitsiya fondlariga investorlar jalb qilinishidagi asosiy jihat investitsion faoliyatni markazlashgan tartibda diversifikatsiyalashdir. Bunda kapital egalarining investitsiya fondlari bilan hamkorlikda ishlashiga yetakchi tarmoq va sohalardagi aksiyadorlik kompaniyalari aksiyalarini mayda investorlarning sotib ololmasligi, investitsiya fondlari tomonidan risklarni hisobga olishga alohida e‘tibor qaratishi ham sabab bo‘ladi. Shuni alohida qayd etish kerakki, investitsiya fondlari faoliyati fond bozorida operatsiyalarni amalga oshirish bo‘yicha hech qanday tajribaga ega bo‘lmagan kapital egalari uchun ham ahamiyatga ega. Chunki ularning risklarni to‘g‘ri baholay olmasligi natijasida moliyaviy yo‘qotishlar yuzaga kelishi mumkin.

Umumiy holda investitsiya fondlari afzalliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin (14.1-rasm):

⁹⁰ *Frederic S. Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 490.*

⁹¹ *Frederic S. Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 490.*



14.1-rasm. **Investitsiya fondlari afzalliklari**

Yuqoridagi rasmdan ko‘rishimiz mumkinki, investitsiya fondlari risklarni professional baholashdan tashqari afzalliklarga ega. Shu boisdan ko‘plab mamlakatlarda investitsiya fondlari faoliyati bo‘yicha soliq imtiyozlari qo‘llaniladi. Yuqoridagilarga qo‘shimcha ravishda investitsiya fondlari faoliyatlari quyidagilarda ham muhim ahamiyat kasb etadi:

- moliya bozorining rivojlanishida;
- aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan moliyaviy resurslarni jalb qilishda;
- mayda investorlarning qimmatli qog‘ozlar bilan operatsiyalarni amalga oshirishida va hokazo.

Umumiy holda investitsiya fondlari tomonidan investitsiya portfelini diversifikatsiyalash bo‘yicha qat’iy talablar har bir mamlakatda belgilab qo‘yilganligi ham yuqoridagi afzalliklarga erishishda muhim hisoblanadi. Shundan kelib chiqqan holda xorijiy mamlakatlar amaliyotida investitsiya fondlari boshqaruvida professional mutaxassislarni jalb qilishga e’tibor qaratiladi (14.2-rasm).



*14.2-rasm. Investitsiya fondlari tashkiliy tuzilmasi*⁹²

AQSH tajribasiga ko'ra, investitsiya fondlari o'z faoliyatlarini tashkil etishda boshqaruvchi kompaniyalar bilan birga investitsiya maslahatchilari, asosiy anderrayterlar, administratorlar, transfer-agentlar, kastodian va mustaqil auditorlar xizmatlaridan ham foydalaniladi.

14.2. O'zbekistonda investitsiya va pay fondlari faoliyat mexanizmi

Mamlakatimizda investitsiya va pay fondlari faoliyati 2015 yil 25 avgustda O'RQ-392-son bilan qabul qilingan "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi qonun bilan tartibga solinadi. Unga ko'ra, "Investorlarning pul mablag'larini jalb etish va ularni investitsiya aktivlariga qo'yish maqsadida aksiyalar chiqarishni amalga oshiruvchi yuridik shaxs – aksiyadorlik jamiyati investitsiya fondidir".⁹³ Investitsiya fondi o'z faoliyatini qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi hisoblangan Qimmatli qog'ozlar

⁹² *Frederic S. Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 496.*

⁹³ O'zbekiston Respublikasi "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi qonuni, 3-modda.

bozorini muvofiqlashtirish va rivojlantirish markazi tomonidan beriladigan litsenziya asosida amalga oshiradi.

Investitsiya fondi quyidagi turda bo'lishi mumkin:

- o'zi chiqargan aksiyalarni qaytarib sotib olish majburiyatiga ega bo'lgan investitsiya fondi;

- o'zi chiqargan aksiyalarni qaytarib sotib olish majburiyatiga ega bo'lmagan investitsiya fondi.

Investitsiya fondning turi fondning ta'sis hujjatlarida ko'rsatiladi.

Investitsiya fondi yangi yuridik shaxsni ta'sis etish yoki boshqa investitsiya fondini qayta tashkil etish yo'li bilan tashkil etiladi. Investitsiya fondini investitsiya fondi bo'lmagan boshqa yuridik shaxsni qayta tashkil etish orqali tashkil etishga yo'l qo'yilmaydi. Investitsiya fondi tijorat tashkiloti bo'lib, u o'zining alohida hisobga olinadigan mol-mulkiga, shu jumladan ustav kapitaliga berilgan mol-mulkka ega bo'ladi. Yuridik va jismoniy shaxslar investitsiya fondning muassislari (aksiyadorlari) sifatida ish yuritishi mumkin.

Investitsiya fondini davlat ro'yxatidan o'tkazish O'zbekiston Respublikasi Adliya vazirligi tomonidan amalga oshiriladi.

Investitsiya fondini tashkil etishda uning aksiyalari qiymatini to'lash pul mablag'lari, qimmatli qog'ozlar, ulushlar, shuningdek ko'chmas mulk va boshqa mol-mulk, mulkiy huquqlar bilan amalga oshiriladi. Bunda uning ustav kapitalining kamida 75 foizi pul shaklida to'lanishi kerak. Investitsiya fondning aksiyalarini joylashtirish fond birjasida amalga oshiriladi.

Aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi va kuzatuv kengashi, shuningdek vakolatlarini ishonchli boshqaruvchi amalga oshiradigan ijroiya organi investitsiya fondning boshqaruv organlaridir.

Investitsiya fondi:

- faoliyatni litsenziya olmasdan amalga oshirishga;

- korporativ obligatsiyalar va infratuzilma obligatsiyalari, shuningdek imtiyozli aksiyalar chiqarishga;

- investitsiya fondi sof aktivlarining 10 foizidan ortig'ini bir emitentning qimmatli qog'ozlariga yoki mas'uliyati cheklangan jamiyatning ulushiga investitsiya qilishga;

- to'lanishi lozim bo'lgan qarzlarning jami hajmi kredit va (yoki) qarz bitimi imzolangan sanadagi investitsiya fondi sof aktivlari

qiymatining 15 foizidan oshib ketgan taqdirda, kredit va (yoki) qarz mablag'larini jalb etishga (bunda kredit va (yoki) qarz muddati uch oydan oshib ketmasligi kerak);

- kafil bo'lishga, mol-mulknini yoki mulkiy huquqlarni garovga qo'yishga;

- tashkiliy-huquqiy shakli o'z ishtirokchilarining qo'shimcha javobgarligini nazarda tutadigan xo'jalik jamiyatlarining qimmatli qog'ozlariga va ulushlariga investitsiyalarni amalga oshirishga;

- ishonchli boshqaruvchi, auditorlik tashkilotlari tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarga investitsiyalarni amalga oshirishga, shuningdek ularning ustav kapitalidagi ulushlarini olishga;

- boshqa investitsiya fondlarining aksiyalarini olishga va ularga ega bo'lishga;

- investitsiya faoliyati bilan bog'liq bo'lmagan bitimlar tuzishga, opsiyonlar yoki fyucherslar olishga;

- umumiy summasi fond sof aktivlarining 10 foizidan ortiq investitsiyalarni amalga oshirishga (bundan qimmatli qog'ozlarga qo'yish mustasno) haqli emas.

Investitsiya fondi investitsiya fondi sifatida o'z faoliyatini tugatmasdan yuridik shaxsning boshqa tashkiliy-huquqiy shakllariga o'zgartirilishga haqli emas.

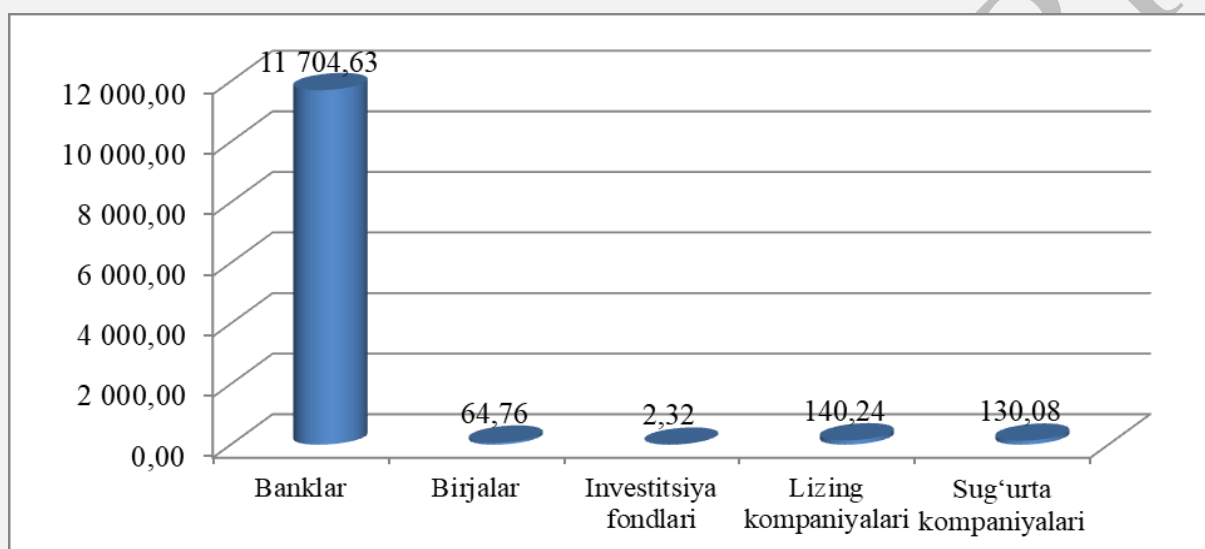
Ishonchli boshqaruvchi bo'lmagan taqdirda, investitsiya fondining kuzatuv kengashi uch oy ichida ishonchli boshqaruvchi yollashi yoxud investitsiya fondini tugatish tashabbusi bilan chiqishi shart.

Investitsiya fondlari tomonidan chiqarilgan va ularga tegishli qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olish, shuningdek ularni saqlash, agar qonun hujjatlarida boshqacha qoida belgilanmagan bo'lsa, Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi tomonidan amalga oshiriladi.

Investitsiya aktivlari ishonchli boshqaruvchida alohida balansda aks ettiriladi va u bo'yicha mustaqil hisob yuritiladi. Ishonchli boshqarish bilan bog'liq faoliyat bo'yicha hisob-kitoblar uchun alohida bank hisobvarag'i ochiladi.

Investitsiya fondining buxgalteriya hisobini yuritish hamda moliya, soliq hisobotlarini va boshqa hisobotlarni tuzish ishonchli boshqaruvchi tomonidan amalga oshiriladi.

Ishonchli boshqaruvchi fond investitsiya aktivlarining alohida hisobini yuritadi, ularning yaxlitligini va but saqlanishini ta'minlaydi, shuningdek investitsiya fondining moliya, soliq hisobotlari hamda boshqa hisobotlarining to'g'riligi va ishonchliligi uchun javobgar bo'ladi. 2018 yil 15 fevral holatiga mamlakatimizda 9ta investitsiya fondi faoliyat ko'rsatmoqda. Ular tomonidan muomalaga chiqarilgan aksiyalar emissiya hajmi 2,32 milliard so'mni tashkil etadi (14.3-rasm).



14.3-rasm. Mamlakatimizda moliya institutlari tomonidan chiqarilgan aksiyalar emissiya hajmi, mlrd so'mda

Yuqoridagi rasmdan ko'rinib turibdiki, moliya institutlari ichida aynan investitsiya fondlari ulushni nihoyatda past.

14.3. Pay fondlari faoliyat mexanizmi

Investitsiya faoliyatini amalga oshirish maqsadida ikki va undan ortiq shaxslarning – investorlarning o'zi ishonchli boshqaruvga bergan pul mablag'lari yig'indisi *pay fondidir*. Pay fondi quyidagi turda bo'lishi mumkin:

- chiqarilgan investitsiya paylarini ishonchli boshqaruvchi tomonidan fondning mablag'lari hisobidan qaytarib sotib olish majburiyatiga ega bo'lgan pay fondi;

- chiqarilgan investitsiya paylarini ishonchli boshqaruvchi tomonidan fondning mablagʻlari hisobidan qaytarib sotib olish majburiyatiga ega boʻlmagan pay fondi.

Pay fondining turi pay fondini ishonchli boshqarish shartnomasida koʻrsatiladi.

Pay fondi yuridik shaxs boʻlmaydi.

Oʻz egalarining pay fondidagi ulushini tasdiqlovchi hujjatsiz qimmatli qogʻoz investitsiya payidir. Investitsiya payiga boʻlgan huquqlar Qimmatli qogʻozlar markaziy depozitariysi tomonidan investitsiya paylari egasining depo hisobvaragʻidan beriladigan koʻchirma bilan tasdiqlanadi.

Pay fondini tashkil etish toʻgʻrisidagi qaror ishonchli boshqaruvchi tomonidan qabul qilinadi. Investor ishonchli boshqaruvchi bilan tuziladigan, investorlarning pul mablagʻlarini umumiy ulushli mulk huquqi asosida pay fondiga birlashtirish nazarda tutiladigan shartnoma asosida pay fondiga pul mablagʻlarini kiritadi. Ishonchli boshqaruvchi oʻzining alohida bank hisobvaragʻiga investorlar pul mablagʻlarini kiritganidan keyin ikki ish kuni ichida ularga investitsiya paylarini beradi. Investitsiya paylarini joylashtirish barcha investorlar uchun yagona narx boʻyicha amalga oshiriladi.

Pay fondining pul mablagʻlari investitsiya deklaratsiyasiga binoan investitsiya qilinadi. Pay fondini ishonchli boshqarish jarayonida olingan daromadlar ishonchli boshqaruvchining alohida bank hisobvaragʻida jamlanadi.

Pay fondi u Pay fondlarining yagona reyestriga kiritilgan va tegishli axborot qimmatli qogʻozlar bozorini tartibga solish boʻyicha vakolatli davlat organining hamda Qimmatli qogʻozlar markaziy depozitariysining rasmiy veb-saytlarida eʼlon qilingan paytdan eʼtiboran tashkil etilgan deb hisoblanadi. Pay fondlarining yagona reyestrini yuritish qimmatli qogʻozlar bozorini tartibga solish boʻyicha vakolatli davlat organi tomonidan belgilangan tartibda amalga oshiriladi.

Pay fondining hisobi pay fondi Pay fondlarining yagona reyestriga kiritilganidan keyin investitsiya paylarini hisobga qoʻyish orqali Qimmatli qogʻozlar markaziy depozitariysi tomonidan amalga oshiriladi.

Investitsiya paylari pay fondini tashkil etish to'g'risida qaror qabul qilingan paytdan e'tiboran bir hafta ichida hisobga qo'yilishi kerak.

Investitsiya paylarini hisobga qo'yish chog'ida investorlarga Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysida depo hisobvaraqlari ochiladi, bu hisobvaraqlarda investorlarga tegishli investitsiya paylariga bo'lgan huquqlarning hisobi yuritiladi.

Ishonchli boshqaruvchi pay fondi Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysida hisobga qo'yilganidan keyin investorlarning pul mablag'larini tasarruf etishga haqli. Pay fondining pul mablag'lari ishonchli boshqaruvchining rahbari va Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysining vakolatli mansabdor shaxsi tomonidan imzolanadigan to'lov hujjati asosida sarflanadi.

Pul mablag'laridan hamda boshqa investitsiya aktivlaridan foydalanishning maqsadi va yo'nalishlari ishonchli boshqarish shartnomasi shartlariga, shu jumladan investitsiya deklaratsiyasiga muvofiq bo'lishi kerak.

Investitsiya aktivlari bo'yicha olingan daromadlar pay fondining investitsiya paylari egalari o'rtasida yilda bir marta taqsimlanadi yoxud investitsiya paylarining barcha egalari roziligiga ko'ra qayta investitsiya qilinadi. Pay fondining investitsiya paylari egalari daromadlarni to'lash ishonchli boshqaruvchi tomonidan amalga oshiriladi.

Ishonchli boshqaruvchi tomonidan pay fondi nomidan va ushbu fond mablag'lari hisobidan tuziladigan shartnomalar Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysida ro'yxatdan o'tkazilishi kerak.

Pay fondining pul mablag'lari:

- fond investitsiya aktivlarining 10 foizidan ortiq miqdorda bir emitentning qimmatli qog'ozlariga yoki mas'uliyati cheklangan jamiyatning ulushlariga investitsiya qilinishi;

- tashkiliy-huquqiy shakli o'z ishtirokchilarining qo'shimcha javobgarligini nazarda tutadigan xo'jalik jamiyatlarining qimmatli qog'ozlariga va ulushlariga investitsiya qilinishi;

- ishonchli boshqaruvchi, auditorlik tashkilotlari tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarga, shuningdek ularning ustav kapitalidagi ulushlarini olishga investitsiya qilinishi;

- investitsiya faoliyati bilan bog'liq bo'lmagan yo'nalishlar bo'yicha foydalanilishi;

- fond investitsiya aktivlari umumiy summasining 10 foizidan ortiq miqdorda investitsiya qilinishi (bundan qimmatli qog'ozlarga qo'yish mustasno) mumkin emas.

Investitsiya payining muomalasi uning fond birjasidagi oldi-sotdisi va investitsiya payining egasi almashishiga olib keladigan boshqa harakatlarni bajarish orqali amalga oshiriladi.

Ishonchli boshqarish shartnomasida pay fondining investitsiya paylarini ularning egasi talabiga ko'ra, ayni bir ishonchli boshqaruvchining ishonchli boshqaruvida bo'lgan boshqa pay fondining investitsiya paylariga almashtirish imkoniyati nazarda tutilishi mumkin. Bunda bir pay fondining investitsiya paylarini boshqa pay fondining investitsiya paylariga almashtirilishi lozim bo'lgan investitsiya paylarini muomaladan chiqarish sanasi almashtirilayotgan investitsiya paylarini berish sanasiga mos kelgan taqdirdagina amalga oshirilishi mumkin.

Pay fondini tugatish quyidagi hollarda amalga oshiriladi:

- ishonchli boshqarish shartnomasining amal qilish muddati tugaganda;

- barcha investitsiya paylarini muomaladan chiqarish uchun buyurtmalar kelib tushganda;

- ishonchli boshqaruvchining litsenziyasi bekor qilinganda, agar uning pay fondini ishonchli boshqarish shartnomasi bo'yicha huquq va majburiyatlari litsenziya bekor qilingan kundan e'tiboran uch oy ichida boshqa ishonchli boshqaruvchiga berilmagan bo'lsa;

- pay fondi hujjatlarida ko'rsatilgan pay fondini tashkil etish va uning faoliyatini amalga oshirish maqsadiga erishilganda;

- investitsiya paylari egalarining pay fondini tugatish to'g'risida bir ovozdan qabul qilingan qarori mavjud bo'lganda.

Pay fondining investitsiya aktivlari ishonchli boshqaruvchi tomonidan fond birjasida (qimmatli qog'ozlar uchun) va kimoshdi savdosida realizatsiya qilinishi lozim. Pay fondining investitsiya aktivlarini realizatsiya qilishdan tushgan mablag'lar pay fondining investitsiya paylari egalariga o'zlariga tegishli bo'lgan investitsiya paylari soniga mutanosib ravishda to'lanishi kerak.

Pay fondi investitsiya paylari egalarining pay fondi negizida investitsiya fondini ta'sis etish to'g'risida bir ovozdan qabul qilingan qarori pay fondini tugatish haqidagi qaror deb e'tirof etiladi.

Pay fondi tugatilganda mazkur pay fondi ishonchli boshqaruvchisining faoliyati auditorlik tashkiloti tomonidan majburiy auditdan o'tkazilishi kerak.

Investitsiya payini muomaladan chiqarish pay fondi tugatilganda amalga oshiriladi. Investitsiya payini muomaladan chiqarish quyidagilar orqali amalga oshirilishi mumkin:

- investitsiya payining qiymatini ishonchli boshqaruvchi tomonidan pay fondi mablag'lari hisobidan pul mablag'lari bilan to'lash;

- investitsiya payini pay fondi negizida tuzilgan investitsiya fondining aksiyalariga ayirboshlash.

Investitsiya va pay fondlari faoliyatini tartibga solish qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan quyidagilar orqali amalga oshiriladi:

- investitsiya va pay fondlarini ishonchli boshqarish tartibini, shu jumladan ushbu fondlarning investitsiya aktivlari hisobini yuritish hamda ularning faoliyati to'g'risidagi axborotni oshkor etish tartibini belgilash;

- ishonchli boshqaruvchi mansabdor shaxslarining hamda affillangan shaxslarining investitsiya va pay fondlari operatsiyalarida ishtirok etishini cheklash;

- investitsiya deklaratsiyasining mazmuniga hamda investitsiya va pay fondlarining boshqa hujjatlariga doir talablarni belgilash;

- investitsiya va pay fondlarining, ishonchli boshqaruvchilarning va Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysining faoliyatini nazorat qilish.

Ishonchli boshqaruvchi bilan tuzilgan shartnoma asosida ishonchli boshqaruvchi nomidan va uning hisobidan faoliyat yurituvchi Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysigina investitsiya paylarini berish, muomaladan chiqarish va almashtirish bo'yicha agent bo'lishi mumkin. Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysining investitsiya paylarini berish, muomaladan chiqarish va almashtirishga doir

faoliyati tartibi qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan belgilanadi.

Investitsiya aktivlarining hisobini yuritish va ushbu aktivlar bo'yicha hisobotlar tuzish ishonchli boshqaruvchi tomonidan amalga oshiriladi. Investitsiyalar pay fondining mablag'lari hisobidan amalga oshirilgan taqdirda, qimmatli qog'ozlar egalarining reyestrda va xo'jalik jamiyatlarining ta'sis hujjatlarida ishonchli boshqaruvchi ko'rsatilib, u pay fondining ishonchli boshqaruvchisi sifatida faoliyat yuritayotganligi to'g'risida belgi qo'yiladi.

Investitsiya va pay fondlarining faoliyati to'g'risidagi axborotni oshkor etish ishonchli boshqaruvchi tomonidan quyidagilar orqali amalga oshiriladi:

- axborotni investitsiya fondlarining, pay fondlari ishonchli boshqaruvchisining, qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organining, shuningdek fond birjasining rasmiy veb-saytlarida qonun hujjatlariga muvofiq e'lon qilish;

- axborotni belgilangan tartibda so'rovga ko'ra taqdim etish.

Qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi va fond birjasi yuqorida nazarda tutilgan axborotni o'z rasmiy veb-saytlarida e'lon qilganlik uchun haq olishga haqli emas.

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

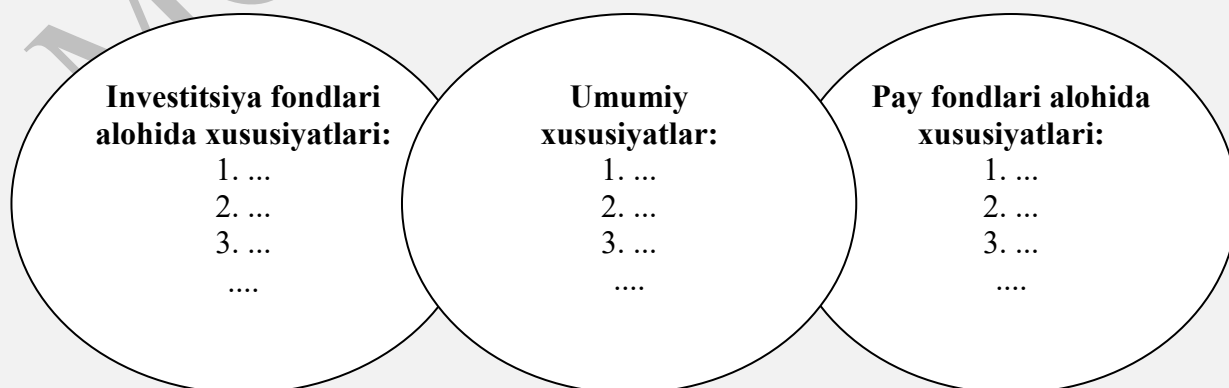
1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Investitsiya fondlarining iqtisodiy mohiyati va yuzaga kelishi.
2. Investitsiya fondlarining bozor sharoitidagi ahamiyatli jihatlari.
3. Xorijiy amaliyotda investitsiya fondlari tashkiliy tuzilmasi.
4. Mamlakatimizda kollektiv investitsiyalash amaliyotining tashkiliy-huquqiy asoslari.
5. Investitsiya fondlarini davlat ro'yxatidan o'tkazish tartibi.
6. Investitsiya fondlari investitsiya portfelini diversifikatsiyalash.
7. Mamlakatimizda investitsiya fondlari faoliyatining amaliy jihatlari.
8. Pay fondlari tashkiliy jihatlari va faoliyat tartibi.

2. Investitsiya fondlari afzalliklari va kamchiliklari bo'yicha T-sxemani to'ldiring.

Afzalliklari	Kamchiliklari
1	1
2	2
3	3
...	...

3. Investitsiya va pay fondlari faoliyati bo'yicha umumiy hamda farqli jihatlardan kelib chiqqan holda quyidagi sxemani to'ldiring.



TESTLAR

1. Investitsiya faoliyatini amalga oshirish maqsadida ikki va undan ortiq shaxslarning - investorlarning o'zi ishonchli boshqaruvga bergan pul mablag'lari yig'indisi - ...

- a) Pay fondi;
- b) jamg'arma;
- d) sug'urta puli;
- e) investitsiya.

2. Pay fondining pul mablag'lari fond investitsiya aktivlarining nechi foizidan ortiq miqdorda bir emitentning qimmatli qog'ozlariga yoki mas'uliyati cheklangan jamiyatning ulushlariga investitsiya qilinishi mumkin emas?

- a) 10%;
- b) 15%;
- d) 20%;
- e) 25%.

3. Mamlakatimizda investitsiya va pay fondlari faoliyati tartibga soluvchi O'zRQ-392-son "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi Qonuni qachon qabul qilingan?

- a) 2015 yil 25 avgustda;
- b) 2014 yil 25 avgustda;
- d) 2015 yil 7 aprelda;
- e) 2014 yil 7 aprelda.

4. Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi O'zR qonuniga ko'ra, "Investorlarning pul mablag'larini jalb etish va ularni investitsiya aktivlariga qo'yish maqsadida aksiyalar chiqarishni amalga oshiruvchi yuridik shaxs – aksiyadorlik jamiyati – ...

- a) investitsiya fondi;
- b) jamg'arma;
- d) kredit;
- e) valyuta fondi.

5. Investitsiya fondini tashkil etishda uning aksiyalari qiymatini to'lash pul mablag'lari, qimmatli qog'ozlar, ulushlar, shuningdek ko'chmas mulk va boshqa mol-mulk, mulkiy huquqlar bilan amalga oshiriladi. Bunda uning ustav kapitalining kamida qancha foizi pul shaklida to'lanishi kerak?

- a) 75%;
- b) 50%;
- d) 65%;
- e) 25%.

6. Investitsiya fondlarining qaysi tashkiliy tuzilmasi fond ustavida belgilangan maqsad va siyosatga muvofiq, fond portfelini boshqarish vazifasini bajaradi?

- a) investitsiya maslahatchisi;
- b) asosiy anderrayter;
- d) transfer agent;
- e) kastodian.

7. Investitsiya fondlarining qaysi tashkiliy tuzilmasi fond aksiyalarini to'g'ridan-to'g'ri yoki boshqa firmalar (broker-dilerlar) orqali sotadi?

- a) asosiy anderrayter;
- b) investitsiya maslahatchisi;
- d) transfer agent;
- e) kastodian.

8. Investitsiya fondlarining qaysi tashkiliy tuzilmasi aksiyador o'tkazmalarini bajaradi, boshqa faoliyatlar hisobini yuritadi va aksiyadorga hisobraqamdan ko'chirma va hujjatlarni taqdim etadi?

- a) transfer agent;
- b) asosiy anderrayter;
- d) investitsiya maslahatchisi;
- e) kastodian.

9. Investitsiya fondlarining qaysi tashkiliy tuzilmasi fond aktivlarini aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish maqsadida alohida saqlaydi, fond aktivlarini tartibga soladi?

- a) kastodian;
- b) transfer agent;
- d) asosiy anderrayter;
- e) investitsiya maslahatchisi.

10. Investitsiya fondlarining qaysi tashkiliy tuzilmasi Fond faoliyatini kuzatib boradi, boshqaruvchi kompaniya va boshqa xizmat ko'rsatuvchilar bilan shartnomalarni ma'qullaydi?

- a) direktorlar kengashi;
- b) administrator;
- d) asosiy anderrayter;
- e) investitsiya maslahatchisi.

XV BOB. MOLIYA BOZORIDA SUVEREN FONDLAR

15.1. Iqtisodiy taraqqiyotni ta'minlashda suveren fondlar faoliyatining nazariy jihatlari

Jahonda ko'plab rivojlangan mamlakatlarda tarixan ko'p yillardan buyon faoliyat yuritib kelayotgan, boy tajribaga ega suveren fondlari yuqori sur'atlar bilan rivojlanib kelsada, o'tish iqtisodiyoti mamlakatlarida davlat suveren fondlar faoliyati sust darajada rivojlanmoqda. Bu fondlar mamlakat barqaror iqtisodiy rivojlanishida asosiy dastak vazifasini bajarishini inobatga olgan holda respublikamizda ham Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi faoliyatini kengaytirish, jamg'arma moliyaviy mablag'lar manbalari ko'lamini ko'paytirish va moliyaviy mablag'laridan samarali foydalanish masalalari alohida ahamiyat kasb etishini unutmashimiz zarur.

Shu munosabat bilan suveren fondlarining mohiyatini, tasniflarini hamda moliyaviy globallasuv va xalqaro investitsiyalar uchun raqobat sharoitidagi rolini aniqlovchi nazariy qoidalarni yanada rivojlantirish talab etiladi. O'zbekistonda suveren fondlari rivojlanishining shart-sharoitlari, tendensiyalari va muammolari yetarlicha tadqiq etilmagan.

Davlatning samarali makroiqtisodiy va faol investitsiya siyosatida suveren fondlarining roli, suveren fondlari rivojlanishining regulyativ mexanizmi va retrospektiv tahlili o'rganilmagan. O'zbekistonda suveren fondlari taraqqiyotini ta'minlash yo'nalishlarini, uning konseptual asoslarini o'rganish masalalari alohida strategik va metodologik ahamiyat kasb etmoqda. Nihoyat, suveren fondlarini majmua doirasida o'zaro aloqador va ayni bir paytda alohida vazifalarni bajaruvchi elementlar tizimi sifatida ko'ruvchi tadqiqotlarni amalga oshirish juda muhimdir.

Oxirgi paytlarda iqtisodchilar tomonidan "suveren farovonlik fondi", "suveren boylik fondi" "suveren fond", "milliy farovonlik fondi", "barqarorlashtirish fondi", "davlat moliya zaxirasi", "taraq-

qiyot fondi” va shunga o‘xshash bo‘lgan boshqa tushunchalar ko‘p qo‘llanilmoqda.

Yuqoridagi tushunchalar haqidagi nazariy qarashlarni tadqiq etish jarayonida shunga amin bo‘ldikki mamlakat iqtisodiyotini rivojlantirish maqsadida shakllantiriladigan bunday fondlar to‘g‘risidagi tushunchalarda yagona yondashuv mavjud emas.

“Suveren fond” atamasini ilk bora qo‘llagan A. Rozanov suveren fondlarni davlat investitsiya fondlari sifatida ta’riflagan va pul-kredit siyosatini amalga oshirish doirasida foydalaniladigan oltin-valyuta zaxiralari va davlat pensiya fondlaridan funksional farqlariga e’tibor qaratgan. Uning ta’kidlashicha, “iqtisodiyotda suveren fondlarni boshqaruvchilar, ular xoh markaziy banklar yoki mamlakatlar hukumati bo‘lsin, davlat zaxiralarini an’anaviy boshqaruvdan suveren boylikni boshqarishga o‘tishi jarayoni kuzitilmoqda. Bunda suveren fondlarga ma’lum bir majburiyatlar yuklab qo‘yilmaydi va davlat pensiya fondlari yoki oltin-valyuta zaxiralaridan farqli ravishda, ularning mablag‘lari risklilik darajasi yuqori bo‘lgan aktivlarga investitsiya qilinmaydi”.⁹⁴

Suveren fondlarni qolgan davlat moliya zaxiralaridan ajratishda asosiy jihat, bizningcha, davlat iqtisodiy siyosatini amalga oshirish vositasi hisoblanadi va ularning mablag‘lari belgilangan makroiqtisodiy maqsadlarga erishish uchun foydalaniladi. Bu maqsadlar qatoriga quyidagilarni kiritish mumkin:

- byudjet xarajatlarini va milliy valyuta kursini barqarorlashtirish;
- kelgusi avlodlar uchun jamg‘armalar shakllantirish;
- investitsion daromad hisobiga kelajakdagi pensiya ta’minoti bilan bog‘liq bo‘lgan xarajatlarni moliyalashtirish;
- mamlakatning ijtimoiy-iqtisodiy rivojlanishining barqaror o‘sish sur‘atlarini ta’minlash.

Makroiqtisodiy ko‘lamda byudjet daromadlari umumiy hajmida bozor konyunkturasiga bog‘liq daromadlarining ulushi sezilarli yuqori bo‘lgan har qanday davlat byudjeti daromadlarning noqulay ravishda o‘zgarib turishidan himoya qiladigan mexanizm yaratishga, shuningdek, qulay davrlarda olingan byudjetdagi ortiqcha mablag‘larni

⁹⁴ *Rozanov A. Who holds the wealth of nations? / A. Rozanov // Central Banking Journal. 2005. May. Volume XV.- Number 4. P. 52-57.*

boshqarish samarali tizimini tashkil qilishga intiladi. Bunda suveren fondlar faoliyatini tashkil etish alohida ahamiyatga ega hisoblanadi.

M.G.Baronova fikriga ko'ra, "suveren fond – fuqarolarning asosiy konstitutsiyaviy huquqlarini amalga oshirish, ijtimoiy ahamiyati yuqori bo'lgan, bilimga asoslangan va iqtisodiy samarador investitsiya loyihalarini amalga oshirish hamda byudjet defitsitini moliyalashtirish maqsadida davlat tomonidan foydalaniladigan pul mablag'larining alohida jamg'armasi hisoblanadi".⁹⁵ Bundan suveren fondlarning barqarorlashtirish xususiyatini ko'proq ochib berishga harakat qilinganligini ko'rishimiz mumkin.

Iqtisodchi olim K.Klimbetov o'zining tadqiqot ishlarida "Suveren fond" tushunchasini qo'llagan holda unga quyidagicha ta'rif bergan "suveren fond – bu iqtisodiy institut va bir vaqtning o'zida davlat siyosatini amalga oshiruvchi instrument hisoblanib, mamlakatning ijtimoiy-iqtisodiy xavfsizlik vazifalarini amalga oshirishga mo'ljallangan, shuningdek, davlatning uzoq muddatli barqaror rivojlanishini (milliy va xalqaro darajada) ta'minlash maqsadida moliyaviy (davlat byudjeti bundan istisno) va moddiy aktivlar jamg'armasidir".⁹⁶

Byudjet profitsiti nazariyasining rivojlanishiga munosib hissa qo'shgan S.Yu. Vittening ta'kidlashicha, "byudjet profitsitini zaxira fondlarida saqlanishini maqsadga muvofiq".⁹⁷ Bundan ko'rinadiki byudjet profitsiti soliq yukini pasaytirishda yoki davlat qarzini qoplashda zarurligini ko'rsatib, iqtisodiyoti rivojlangan mamlakatlarda bunday fondlar tashkil qilishga ahamiyat bermaslik foydaliroq deb hisoblanadi. Lekin rivojlanayotgan mamlakatlarda "taraqqiyot fondlari" byudjetning normal faoliyat ko'rsatishi uchun zarur shart bo'lgan bo'lardi.

⁹⁵ Бароновская М.Г. Суверенные фонды благосостояния: институциональная организация и роль на мировом финансовом рынке // Вестник экономической интеграции. М., 2010. № 8. С. 143-148.

⁹⁶ Келимбетов К.Н. "Роль суверенных фондов в обеспечении устойчивой международной конкурентоспособности Казахстана". Автореферат. дисс на соис учен степ. д.э.н. М., 2017. С-46

⁹⁷ Витте С.Ю. Конспект лекций о народном и государственном хозяйстве, читанных его императорскому высочеству великому князю Михаилу Александровичу в 1900-1902 годах / С.Ю. Витте. Предисл. Мст. П. Афанасьев. М. : Издательство Юрайт, 2011. 629 с. С-515

Suveren fondlar tashkil qilishga Keynsning “tsikllarga qarshi iqtisodiy siyosat” paradigmasi asos qilib olingan. Keyns nazariyasi tarafdori bo‘lgan ingliz iqtisodchisi R.F. Xarrod suveren fondlar faoliyatini bir tomondan, “Davlatning sikllarga qarshi siyosati”, boshqa tomondan esa – davlat inqirozga qarshi boshqaruv funksiyasini amalga oshirish bilan izohlagan.

Xarrodning fikriga ko‘ra, “suveren fondlar faoliyat ko‘rsatishi sikllarga qarshi byudjet siyosatining maqsadlariga erishish va vazifalarini bajarishga yo‘naltirilgan bo‘lishi lozim bo‘lib, bunda fond mablag‘larini shakllantirish va ulardan foydalanish davlat tomonidan yuritiladigan monetar siyosat bilan bog‘langan bo‘lishi lozim”.⁹⁸ Olimning nazariyasida eng muhim jihat shunda ediki, fondning mablag‘lari iqtisodiyot uchun inqirozli bo‘lgan davrlarda soliqlarni pasaytirishga, ijtimoiy ahamiyatga molik ishlarni moliyalashtirishga, byudjet taqchilligini qoplashga sarflanishi lozim. Bunda fondlarning mablag‘lari yordamida bandlikka va “xarid kuchiga”, ya’ni “samarali talab”ga ta’sir ko‘rsatish amalga oshirilishi lozim.

E.X. Xansen suveren fondlarni mamlakatda pul massasini tartibga solish uchun vosita sifatida ko‘rib chiqqan.⁹⁹ Xansenga ko‘ra, suveren fondlarning bajarishi lozim bo‘lgan asosiy vazifasi milliy valyuta kursi barqarorligini ta’minlash, valyutaning xarid qobiliyatini yaxshilashdan iborat bo‘lib, bu fuqarolar tasarrufida bo‘lgan real daromadlar o‘rishini rag‘batlantiradi. Shunday qilib, suveren fondlarning mablag‘lari yordamida dastlabki va asosiy ta’sir obyekti valyutaning xarid qiymati hisoblanadi.

Yuqorida keltirilgan mulohazalar 15.1-jadvalda aks ettiramiz.

Jahon iqtisodiyotida suveren fondlar nafaqat ma’lum bir davlat iqtisodiyotini rivojlantirishda katta o‘rin egallaydi, balki mintaqalar iqtisodiyotiga, halqaro suveren fondlari esa dunyo miqyosida iqtisodiyotga ta’sir ko‘rsatishga qodir. Shu sababli suveren fondlarining nazariy asoslari va uslubiy jihatlarini o‘rganish asnosida, mashhur iqtisodchi olim va mutaxassislar tadqiqot natijalarida yuzaga

⁹⁸ Харрод Р.Ф. К теории экономической динамики / Р.Ф. Харрод. М. : Гелиос АРВ. 1999. С. 146.

⁹⁹ Хансен Э.Х. Денежная теория и финансовая политика / Э.Х. Хансен. М. : Дело, 2006. С. 279.

kelgan ta'rif va tushunchalarni ko'rib chiqish, shuningdek, ba'zi davlatlarda ushbu masalaga tegishli huquqiy-me'yoriy hujjatlari bilan ham tanishish zarur hisoblanadi.

15.1-jadval

Suveren fondlar haqidagi nazariy qarashlarning rivojlanish bosqichlari

Bosqichlar	I	II	III	IV
Iqtisodchilar	S.Yu. Vitte [5]	E.X. Xansen [6]	R.F. Xarrod [7]	E.Sojli, V.T.Ving [16]
Fond tashkil qilishning shart-sharoitlari	Byudjet daromadlari manbalarining diversifikatsiyasi past	To'lov balansi tebranishlari	Sanoat sikli bosqichlari	Fond bozorida o'zgaruvchanlik
Fond mablag'lari yordamida ta'sir ko'rsatish obyekti	Byudjet tizimi holati	Ichki pul tizimi holati	"Xarid kuchi" - samarali talab	Milliy va xalqaro moliya bozori holati
Makroiqtisodiy samara	Fiskal	Monetar	Fiskal va monetar	Fiskal va monetar
Inflyatsiyaga ta'sir	Ishonchli sanoat o'sishi, byudjet taqchiligining tugatilishi	Milliy valyutaning kuchaytirilishi	Foiz stavkalarining pasaytirilishi	Ochiq bozordagi operatsiyalarning faollashuvi

Suveren fondlar haqida nazariy tasavvurlarni tahlil qilish natijalari bo'yicha suveren fondlarni qolgan davlat aktivlaridan ajratish va identifikatsiya qilishga imkon beradigan qator asosiy xususiyatlarni keltirib o'tamiz. Xususan, qolgan davlat aktivlaridan farqli ravishda suveren fondlar:

- Davlat byudjetidan alohida faoliyat ko'rsatishi davlatning ichki normativ-huquqiy hujjatlari bilan, xalqaro miqyosda esa xalqaro huquq hujjatlari bilan tartibga solinadi;

- Davlat tomonidan belgilangan makroiqtisodiy maqsadlarga erishish uchun bozor konyunkturasiga bog'liq daromadlarining bir qismi sifatida jamg'ariladigan pul mablag'lari yig'indisini ifodalaydi;

- Markaziy yoki mintaqaviy darajada xususiy yoki davlat tashkiloti, ma'lum bir hukumat instituti boshqaruvi ostida bo'ladi;

- Yuridik, moliyaviy va operatsion jihatdan qolgan davlat aktivlaridan alohida ajratilgan bo'ladi;

- Davlat tomonidan ta'xis etiladi va davlat mulkida bo'ladi;

- Aholi manfaatlarini hisobga olgan holda boshqariladi;

- Investitsiya asosida faoliyat ko'rsatadi;

- Fond mablag'lari turli investitsion strategiyalarga muvofiq foydalaniladi, jumladan, xorijiy moliyaviy aktivlarga joylashtiriladi.

Suveren fondlar tashkil qilish va ularni boshqarish borasida xorij tajribasini tahlil qilish natijalari fondlarning rivojlanishida quyidagi tendensiyalarni ajratib ko'rsatishga imkon beradi:

- resurslarga qaram bo'lmagan mamlakatlarda vujudga keladigan suveren fondlar sonining o'sishi;

- tobora ko'p sonli fondlarning xomashyo bilan bog'liq bo'lmagan manbalar hisobiga shakllanishi;

- yangi fondlar tashkil topadigan asosiy mintaqa oltin-valyuta zaxiralari katta bo'lgan Osiyo bo'lib qolaverishi;

- suveren fondlar investitsion portfelining strukturasi risk va daromadlilik ko'rsatkichining eng yaxshi uyg'unlashuvi hisobiga riskliroq aktivlar tomon o'zgarishi;

- suveren fondlar tarkibida ularning mablag'lari rivojlanish nuqtai nazaridan eng muammoli bo'lgan iqtisodiyot sohalarida mamlakat ichkarisidagi investitsiyalarga yo'naltiriladigan infratuzilma quyi fondlari tashkil qilinishi.

Fond mablag'larini shakllantirish va ulardan foydalanish jarayonlarida, investitsion strategiyalar va fondlarni boshqarishga yondashuvlarda jiddiy tafovutlarga ega bo'lgan mamlakatlar suveren fondlari tashkil qilish va faoliyat ko'rsatishi tajribasini o'rganish suveren fondlar faoliyatida bir biridan farq qiluvchi xususiyatlarga ega ekanligini ko'rsatadi.

Deyarli barcha suveren fondlarning asosiy xususiyatlari qatoriga quyidagilarni kiritish mumkin:

- suveren fondlar tarkibining, jumladan, tashkiliy-huquqiy shakl bo'yicha bir turda emasligi;

- belgilangan makroiqtisodiy maqsadlar uchun, qoidaga ko'ra, bir turdagi maqsadlardan foydalanilishi va ularning har bitta fondga 2-3 tadan to'g'ri kelishi;

- fondlar uchun uzoq muddatli investitsion faoliyat xosligi;

- fondlarning investitsiyalari fond bozorlariga faol ta'sir etishi mumkinligi;

- suveren fondlarni boshqarish samaradorligini baholash fond faoliyatining boshqa investitsion maqsadlarini hisobga olmasdan risk va daromadlilikni baholashga asoslanishi.

Bir qancha iqtisodchi-olimlarning ilmiy asarlarida taqdim etilgan suveren fondlar tasniflarini tahlil qilish natijalari bunday fondlarning yakuniy shakllangan tasnifi yo'q deb xulosa chiqarishga imkon beradi, chunki fondlarning turlari va shakllari uzluksiz rivojlanishda bo'ladi.

P.A.Kazakevich suveren fondlarni beshta belgi bo'yicha, ya'ni tashkil qilish maqsadlari bo'yicha, mablag'larni shakllantirish manbalari bo'yicha, fondlarni to'ldirish tamoyili bo'yicha, tashkiliy-huquqiy shakli bo'yicha, suveren fondlarning byudjet tizimiga integratsiya tamoyili asosida ajratib ko'rsatgan¹⁰⁰.

A.V.Levchenko mavjud tasnifni funksional belgi bilan to'ldirdi va suveren fondlarning maqsadli yo'nalganligini aniqlashtirdi va shu tariqa fondlarning barqarorlashtirish, zaxira to'plash, strategik va rivojlantirish funksiyalari kabi yiriklashtirilgan funksiyalarini ajratib ko'rsatdi.¹⁰¹

Yuqoridagi suveren fondlar mohiyati va tasniflanishi haqidagi fikrlarni umumlashtirgan holda quyidagi 15.2-jadvalda keltirib o'tamiz.

E.A.Vasin o'zining tadqiqotlari davomida suveren fondlarning yuqoridagi tasnifda keltirilgan fondlarning kompensatsiya maqsadi barqarorlashtirish maqsadini takrorlaydi, chunki byudjet mablag'lari inqiroz davrida turli inqirozga qarshi chora-tadbirlar uchun ham foydalanilishi mumkin degan fikrni ilgari surgan. Qayta taqsimlash va daromad maqsadlari esa fond portfelining investitsion qiymatini

¹⁰⁰ *Казакевич П.А.* Организационные аспекты деятельности суверенных фондов благосостояния // Российский экономический интернет-журнал. 2009. №1. С. 2.

¹⁰¹ *Левченко А.В.* Суверенные инвестиционные фонды как стабилизаторы национальных экономик // Вестник Финансового университета. 2011. № 1. С. 67—75.

o'shish va daromadlilikni maksimallashtirish vazifasiga asoslanishini ko'rsatib o'tgan.

15.2-jadval

Taraqqiyot fondlarining tasniflanishi¹⁰²

Tasniflash guruhi	Taraqqiyot fondlarining turlari
Fond mablag'larini shakllantirish tartibi va manbasi bo'yicha	<ul style="list-style-type: none"> • tabiiy resurslar eksportidan kelib tushadigan daromadlar hisobidan shakllantiriladigan fondlar • xomashyo bo'lmagan tovarlar eksporti hisobidan to'lov balansining ijobiy saldosini va byudjet profitsini bo'yicha shakllantiriladigan fondlar • boshqa manbalar hisobidan shakllantiriladigan fondlar
Jamg'ariladigan aktivlar turi bo'yicha (aktivlar tarkibi bo'yicha)	<ul style="list-style-type: none"> • pul mablag'lari (milliy va xorijiy valyutada) • keng spektrdagi moliyaviy instrumentlar • qimmatbaho metallar (oltin) • boshqa aktivlar
Fondni boyitish (to'ldirish, qo'shish) tamoyili bo'yicha	<ul style="list-style-type: none"> • tabiiy resurs narxiga qaram bo'lgan holda ko'paytirish: <ul style="list-style-type: none"> - narx o'zgarishi bo'yicha - fond hajmi bo'yicha • tabiiy resurs narxiga qaram bo'lmagan holda ko'paytirish
Fond aktivlarini ishlatish va joylashtirish yo'nalishi bo'yicha	<ul style="list-style-type: none"> • tashqi qarzni qoplash (reja bo'yicha va rejadan tashqari) • ichki narxlarni subsidiyalash • aholi to'lovlarini amalga oshirish • investitsion loyihalarni moliyalashtirish • resurs konlarini topish va qazishni moliyalashtirish
Investitsiya strategiyalaridan foydalanish bo'yicha	<ul style="list-style-type: none"> • rivojlanish strategiyalari • aktivlik • konservativlik • agressivlik • aralash
Fond aktivlari rentabelligiga ko'ra	<ul style="list-style-type: none"> • yuqori rentabelli fondlar • o'rtacha darajadagi rentabellik • past rentabelli fondlar

¹⁰² Муаллиф томонидан тузилди.

Mablag‘larni sarflash yo‘nalishi bo‘yicha	<ul style="list-style-type: none"> • milliy bozorga yo‘naltirilgan • xalqaro bozorga yo‘naltirilgan • aralash model
Fond mablag‘larini boshqarish shakli bo‘yicha	<ul style="list-style-type: none"> • davlat organlari • xususiy boshqaruv kompaniyalari
Tashkiliy-huquqiy shakli bo‘yicha	<ul style="list-style-type: none"> • mustaqil yuridik shaxs sifatida tashkil etilgan fondlar: - qonun yoki normativ aktlar asosida tashkil etilgan - umumiy korporativ qonunchilik me‘yorlar asosida • mustaqil yuridik shaxs bo‘lmagan fondlar
Byudjet tizimiga integratsiyasi tamoyili bo‘yicha	<ul style="list-style-type: none"> • byudjet tizimi tarkibiga kiritiladigan fondlar • byudjet tizimi tarkibiga kiritilmaydigan fondlar

E.A.Vasin o‘zining izlanishlari natijasida 3ta maqsadini alohida ajratib ko‘rsatgan¹⁰³:

- barqarorlashtirish maqsadi (inqiroz davrida fond mablag‘laridan foylanib inqirozga qarshi faoliyat yuritish);

- daromadli investitsiyalash maqsadi (kengroq doiradagi moliyaviy vositalardan foydalanish hisobiga xalqaro zaxiralar bilan taqqoslaganda yuqoriroq darajada daromadlilik olish);

- taraqqiyot maqsadi (qayta tiklanmaydigan tabiiy resurslar eksportidan kelib tushadigan daromadlar hisobiga iqtisodiyotning ichki tarmoqlarini rag‘batlantirish, iqtisodiyotda “uzun pullar” manbalarini shakllantirish).

Muayyan bir mamlakatda qo‘llanadigan fondlarning mablag‘larini shakllantirish va foydalanish qoidalari turli omillarning ta’sir darajasiga bog‘liq. Ular qatoriga quyidagilar kiradi: tabiiy-iqlim omillari, mamlakatning umumiy ijtimoiy-iqtisodiy holati, demografik vaziyat, pul-kredit va byudjet siyosatini amalga oshirish samaradorligi, shuningdek, suveren fondning o‘ziga xosligi va bajaradigan vazifalari.

Rivojlanayotgan mamlakatlarda ishlab chiqarishning diversifikatsiya darajasi pastligi, iqtisodiyotning xomashyoga bog‘lanib qolganligi tufayli inqirozli davrlarni bartaraf qilish uchun suveren fondlarga zarurat yuzaga keladi. Ayrim mamlakatlarda, misol uchun, Xitoy va

¹⁰³ *Васин Е.А. Повышение эффективности управления суверенными фондами в Российской Федерации: дис... канд. эк. наук : 08.00.10 / Васин Евгений Александрович. М., 2015. 17-с.*

Singapurda suveren fondlar paydo bo'lishi tovarlar eksporti hajmining o'sishi va tashqi iste'molchiga bog'liqlik yuqoriligi bilan asoslanadi.

Mamlakatimizda iqtisodiyotning yetakchi, avvalambor bazaviy tarmoqlarini modernizatsiya qilish va texnik qayta jihozlash bo'yicha loyihalarni, shuningdek, samarali tarkibiy o'zgarishlar va investitsiya siyosatini amalga oshirish maqsadida 2006 yilda tashkil etilgan bo'lib, 2020 yilda ustav kapitalini 25 mlrd AQSH dollariga yetkazish belgilangan.

Jamg'armaning eng asosiy vazifalaridan biri – iqtisodiyotning yetakchi tarmoqlarini rivojlantirish, ishlab chiqarish infratuzilmasining shakllanishi bilan bog'liq ustuvor vazifalarni amalga oshirishdagi strategik investitsiya loyihalarini moliyalashtirishdan iborat.

O'tkazilgan tadqiqot natijalariga ko'ra suveren fondlar mablag'larini shakllantirish va ulardan foydalanish tamoyillarini ifodalab beramiz:

— strategik koordinatsiya tamoyili. Ushbu tamoyil shuni anglatadiki, suveren fondlarning maqsad va vazifalari soliq-byudjet va pul-kredit tizimi bilan bog'langan, shuningdek, iqtisodiyotni rivojlantirishning uzoq muddatli ijtimoiy-iqtisodiy rejalari bilan munosabatda bo'lishi lozim;

— mablag'larni shakllantirish va foydalanish to'liqligi tamoyili: byudjetning konyunktura omiliga bog'liqligini pasaytirish uchun barcha konyunktura daromadlarini boshqarish kerak, ularning bir qismini emas;

— boshqaruvda maqsadlarni belgilash tamoyili. Suveren fondlar belgilangan, aniq va tushunarli maqsadlar va vazifalarga erishish uchun tashkil etilishi lozimligini anglatadi. Fondning o'zi uchun suveren fond tashkil qilishga ruxsat etilmaydi;

— samarali boshqaruv tamoyili: suveren fondlar oldiga qo'yilgan maqsad va vazifalarga samarali erishish uchun har bir boshqaruv qatnashchisining javobgarliklarini mos ravishda taqsimlagan va vakolatlarni chegaralagan holda tushunarli va shaffof boshqaruv strukturasini tashkil qilish zarurligi ko'zda tutiladi;

— ijtimoiy javobgarlik tamoyili: ushbu tamoyil shuni anglatadiki, suveren fondlarning mablag'lari asosiy foyda oluvchilar – butun aholi

manfaatlarini hisobga olgan holda davlat ijtimoiy-iqtisodiy siyosati maqsadlariga erishishga yo‘naltirilishi lozim;

— samarali investitsiyalash tamoyili shuni talab qiladiki, suveren fondlarning mablag‘lari ishlab chiqilgan investitsiya strategiyalariga muvofiq va investitsiyalash potensial ehtimoliy risklarini hisobga olgan holda joylashtirilishi lozim;

— mustaqillik tamoyili: ushbu tamoyil shuni anglatadiki, suveren fondlarni boshqarishda suveren fondlar mablag‘larini shakllantirish, foydalanish va investitsiyalashning siyosiy konyunkturadan mustaqil bo‘lishi ta‘minlanishi lozim;

— shaffoflik tamoyili, ya‘ni suveren fondlar faoliyati investitsion hamjamiyat va aholining fondlar operatsiyalariga ishonchini oshirish uchun axborot jihatidan shaffof bo‘lishi lozim.

15.2. Mamlakatimizda Tiklanish va taraqqiyot jamg‘armasi faoliyatining tashkiliy xususiyatlari va huquqiy asoslari

Mazkur tadqiqotda suveren fondlarni boshqarish deganda suveren fondlarning mablag‘larini shakllantirish va foydalanish qoidalarini va usullarini, investitsion strategiyani ishlab chiqish va takomillashtirish hamda ularni fondlar tashkil qilish maqsadlariga erishishga imkon beradigan holatga keltirish bo‘yicha fond boshqaruvchisining faoliyati.

Bizningcha, suveren fondlar boshqaruvining funksional elementlari quyidagilar hisoblanadi: maqsadlarni belgilash, fond mablag‘larini shakllantirish va foydalanish qoidalarini belgilash, fondning investitsion strategiyasini ishlab chiqish, fondni boshqarish tashkiliy strukturasi shakllantirish, fondning mablag‘larini shakllantirish va foydalanish, fond mablag‘larini investitsiya qilish, fond mablag‘lari bilan operatsiyalar hisobi va hisoboti, shuningdek, suveren fondlar faoliyatini nazorat qilish.

Suveren fondlar mablag‘larini shakllantirish va foydalanish qoidalarini belgilash deganda qo‘yilgan vazifalar doirasida fondlarning mablag‘larini eng to‘liq tarzda shakllantirish va foydalanish imkonini beradigan qoidalar ishlab chiqish va qo‘llash tushuniladi. Agar, masalan, fondlarning mablag‘larini maksimal darajada asrash maqsadi

qo'yilgan bo'lsa, qoidalar buni ko'zda tutishi va bu maqsaddan chetga chiqishga yo'l qo'yilmasligi lozim.

Suveren fondning investitsion strategiyasi bu – fond investitsion faoliyatining umumiy vazifalar va investitsiyalar mafkurasini, shuningdek, ularga erishishning eng samarali yo'llarini tanlashni belgilab beradigan maqsadlar tizimidir. Investitsion strategiya ishlab chiqish bu – suveren fond investitsion faoliyatining bosh rejasini ishlab chiqish bo'lib, unga rioya qilish uzoq muddatli istiqbolda investitsion maqsadlarga erishish va fond vazifalarini hal qilishga imkon beradi. Investitsion deklaratsiya fondning investitsion maqsadlari va vazifalariga erishish bo'yicha taktik rejani ifodalaydi hamda investitsion strategiyaning tarkibiy qismi hisoblanadi. Investitsion strategiyani amalga oshirish suveren fondlar faoliyatining muhim tarkibiy qismi sanaladi.

Suveren fondlarni boshqarish tashkiliy strukturasi shakllantirish deganda shunday tashkiliy struktura tashkil qilish ko'zda tutiladiki, bunda boshqaruv strukturasi barcha muhim elementlari, vazifalar va vakolatlarni taqsimlash, shuningdek, boshqaruv qatnashchilari oldida majburiyatni fond missiyasini amalga oshirishga yo'naltirilayotgan eng yaxshi tarzda taqsimlanishi lozim.

Suveren fondlarning mablag'larini shakllantirish va foydalanish suveren fond mablag'larini shakllantirish, ularni fond mablag'lari hisobi bo'yicha alohida hisoblarga o'tkazish, shuningdek, mablag'larni fondning maqsad va vazifalarini amalga oshirishga yo'naltirish o'zaro bog'liq jarayonini ifodalaydi.

Suveren fondlar mablag'larini investitsiyalash bu – investitsion daromad olish maqsadida fond mablag'larini manfiy natija olish riski bilan bog'liq har xil sinflar va turlarga joylashtirish jarayonidir.

Fond mablag'lari bilan operatsiyalar hisobi va hisoboti suveren fondlarning schetlardagi mablag'lar bilan operatsiyalar haqida axborotni aniqlash, o'lchash, to'plash va qayd qilish bo'yicha to'laqonli tizimni ifodalaydi. Hisob tizimining ish natijasi suveren fondning boshqaruvchisi uning asosida u yoki bu boshqaruv qarori qabul qiladigan obyektiv va to'liq axborot bo'lishi lozim. Qonun chiqaruvchi va ijroiya hukumat organlari, mamlakat fuqarolari, ichki

va tashqi auditorlar, fond investitsiyalarini potensial oluvchilar va boshqalar axborotdan foydalanuvchilar bo‘lishi mumkin.

Suveren fond faoliyati ustidan nazorat boshqaruv tizimining asosi funksiyalaridan biri hisoblanadi va fondning optimal faoliyatini ta’minlash maqsadida ko‘rsatkichlar monitoringi ustidan kuzatishni ifodalaydi. Olingan nazorat natijalari asosida suveren faoliyatini moslashtiradi va boshqaruv qaror qabul qilinadi. Shunday qilib, nazorat bu amaldagi natijalarni maqsadli yoki kutilgan natijalar bilan taqqoslash yo‘li bilan qo‘yilgan maqsad va vazifalarga erishishni ta’minlaydigan jarayondir.

Suveren fondlarni boshqarishning asosida maqsadlarni belgilash yotishi lozim. M.Panovning fikriga ko‘ra, maqsadlarni belgilash tizimning missiyasi, strategik ko‘rsatmalar va hal etiladigan vazifalar xarakteriga muvofiq bosh maqsad va maqsadlar daraxti belgilashni ko‘zda tutadigan boshqaruvning birlamchi bosqichini ifodalaydi.¹⁰⁴

Maqsadlarni belgilash iqtisodiy tizimlarni boshqarishda eng muhim jarayon hisoblanadi. Tizim tashkil qilishda maqsadlarni noto‘g‘ri tanlash shunga olib keladiki, hal etilishi lozim bo‘lgan muammolar qolib boshqa muammolar hal etiladi. Maqsadni to‘g‘ri tanlash bu – boshqaruv maqsadiga erishishning garovidir.¹⁰⁵

Bizning nazarimizda, boshqarish doirasida funksional boshqaruv elementlari maqsadlar eng to‘liq qondiriladigan va suveren fondlar oldiga qo‘yilgan vazifalar hal etiladigan darajada uyg‘unlashadigan boshqaruv suveren fondlarni samarali boshqarish hisoblanadi.

O‘zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot jamg‘armasi O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining “O‘zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot Jamg‘armasini tashkil etish to‘g‘risida”gi 2006 yil 11 maydagi PF–3751-sonli Farmoniga muvofiq tashkil etilgan. Jamg‘arma Vazirlar Mahkamasi huzuridagi moliyaviy muassasa bo‘lib, faoliyatining asosiy maqsadi iqtisodiyotning yetakchi, eng avvalo bazaviy tarmoqlarini modernizatsiyalash va texnikaviy qayta qurollantirish bo‘yicha loyihalarning amalga

¹⁰⁴ Панов М.М. Оценка деятельности и система управления компанией на основе KPI / М.М. Панов . М.: Инфра-М, 2013. С.25.

¹⁰⁵ Doran G.T. There’s a S.M.A.R.T. way to write management’s goals and objectives / G.T. Doran // Management Review. 1981. Volume 70. Issue 11 (AMA FORUM) . P. 35-36.

oshirilishini ta'minlash, shuningdek mamlakatni muttasil, barqaror va mutanosib ravishda ijtimoiy-iqtisodiy rivojlantirishga erishish hamda samarali tarkibiy va investitsiyaviy siyosatni amalga oshirishdan iborat.

Jamg'arma o'z faoliyatini O'zbekiston Respublikasi Konstitutsiyasi, O'zbekiston Respublikasi qonunlari, O'zbekiston Respublikasi Oliy Majlisi palatalari qarorlari, O'zbekiston Respublikasi Prezidenti farmonlari, qarorlari va farmoyishlari, O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi qaror va farmoyishlari, O'zbekiston Respublikasining boshqa qonun hujjatlari va ushbu Nizomga muvofiq amalga oshiradi.

Jamg'arma O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi huzurida tashkil etilib, yuridik shaxs huquqlariga, o'zining mustaqil balansiga, O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankida hisobvaraqq, shu jumladan xorijiy valyutadagi hisobvarag'iga, O'zbekiston Respublikasi Davlat gerbi tushirilgan muhriga ega bo'ladi.

O'zbekiston Respublikasi Hukumati O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi timsolida Jamg'arma muassisi hisoblanadi.

Jamg'armaning ijro etuvchi direksiyasi Jamg'arma mablag'larini tasarruf etuvchi hisoblanadi.

Jamg'armaning asosiy vazifalari quyidagilardan iborat:

- davlatning Jamg'armaga yo'naltiriladigan moliyaviy mablag'larini jamlash;

- iqtisodiyotni rivojlantirish hamda ishlab chiqarishni tarkibiy jihatdan o'zgartirish va modernizatsiya qilishdagi ustuvor vazifalarni amalga oshirishda hal qiluvchi ahamiyatga ega bo'lgan g'oyat muhim loyihalarni moliyalashtirish;

- strategik jihatdan muhim ahamiyatga ega bo'lgan korxonalarini, birinchi navbatda iqtisodiyotning bazaviy tarmoqlarini yangilash va texnik jihatdan qayta qurollantirish dasturlarini kreditlash;

- yoqilg'i-energetika kompleksi, kimyo sanoati, mashinasozlik va rangli metallurgiya tarmoqlarini texnik jihatdan qayta qurollantirishga hamda ishlab chiqarish sur'at va hajmlarini oshirishga yo'naltirilgan loyihalar moliyalashtirilishini ta'minlash;

- yetakchi tarmoqlarni modernizatsiya qilish uchun muhim ustuvor ahamiyatga ega investitsiya loyihalarini birgalikda moliyalash-

tirish, eksportga mo'ljallangan va import o'rnini bosadigan ishlab chiqarishlar uchun xorijiy texnologiyalar va uskunalarni sotib olishga mablag'larni maqsadli yo'naltirgan holda respublikaning tijorat banklariga Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash qarori bilan belgilangan tartibda kredit liniyalarini ochish;

- birinchi navbatda istiqbolli, ammo yetarlicha rivojlanmagan hududlarda ishlab chiqarish va noishlab chiqarish infratuzulmasini shakllantirish bo'yicha ijtimoiy jihatdan ahamiyatli milliy davlat dasturlari va loyihalarning amalga oshirilishini moliyalashtirish;

- kelajakda, birinchi navbatda qishloq hududlarida, yangi sanoat ishlab chiqarishlarini joylashtirish uchun ishlab chiqarish infratuzilmasini rivojlantirish va tiklash loyihalarini imtiyozli asosda, shu jumladan keyinchalik Davlat byudjeti mablag'lari hisobidan qoplash yo'li bilan moliyalashtirish;

- respublikaning xalqaro kommunikatsiyalar tarmog'iga integratsiyalashuvi uchun shart-sharoitlar yaratadigan, xalqaro transport yo'laklari va jahon bozorlariga eng qisqa yo'l bilan chiqishni ta'minlaydigan transport hamda telekommunikatsiyalar infratuzilmasini modernizatsiyalash va rivojlantirishni moliyalashtirish;

- davlatning tashqi qarzlari bo'yicha xalqaro moliya institutlari va xorijiy kreditorlar oldidagi majburiyatlarni muddatidan oldin to'lashni moliyalashtirish;

- xalqaro moliya institutlari, respublika va xorijiy mamlakatlarning kredit muassasalari bilan loyihalarning qo'shma moliyalashtirilishini tashkil etishni ta'minlash.

Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash Jamg'armaning yuqori boshqaruv organi hisoblanadi, uning tarkibi O'zbekiston Respublikasi Prezidenti tomonidan tasdiqlanadi.

Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash:

- Jamg'arma faoliyatining asosiy yo'nalishlarini ishlab chiqadi;
- Jamg'armaning e'lon qilingan ustav kapitalini qayta ko'rib chiqish to'g'risida qaror qabul qiladi, biroq u O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "O'zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasini tashkil etish to'g'risida" 2006 yil 11 maydagi PF-3751-son Farmonida belgilangan darajadan past bo'lmasligi kerak;

- Jamg'armaga mablag'lar kelib tushishi va ulardan foydalanish prognozlarini ko'rib chiqadi hamda ularni navbatdagi yilga mo'ljallangan makroiqtisodiy va pul-kredit ko'rsatkichlarining asosiy parametrlari, Davlat byudjeti hamda Davlat investitsiya dasturi bilan bog'liq holda belgilangan tartibda tasdiqlash uchun kiritadi;

- qarz olgan korxonalarni qayta moliyalashtirish (qo'shma moliyalashtirish) uchun tijorat banklariga Jamg'arma mablag'larini berish muddatlari va shartlari bo'yicha qarorlar qabul qiladi, xalqaro sarmoya bozorlarida amal qilayotgan foiz stavkalaridan kelib chiqib Jamg'arma tomonidan berilayotgan mablag'lar bo'yicha foiz stavkalarining aniq miqdorlarini tasdiqlaydi;

- kelajakda, birinchi navbatda qishloq hududlarida, yangi sanoat ishlab chiqarishlarini joylashtirish uchun ishlab chiqarish infratuzilmasini rivojlantirish va tiklash loyihalarini moliyalashtirish uchun imtiyozli kreditlarni berish muddatlari va shartlari bo'yicha qarorlar qabul qiladi;

- davlatning tashqi qarzlari bo'yicha xalqaro moliya institutlari va xorijiy kreditorlar oldidagi majburiyatlarni muddatidan oldin to'lash uchun O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligiga mablag'lar ajratib berish to'g'risida qarorlar qabul qiladi;

- yangi tashkil etilayotgan moliyaviy institutlar hamda iqtisodiyotning bazaviy tarmoqlarida xorijiy investitsiyalar ishtirokida strategik ahamiyatga ega bo'lgan korxonalarining ustav kapitaliga Jamg'arma mablag'laridan investitsiya kiritish bo'yicha qarorlar qabul qiladi;

- ayrim loyihalarning dastlabki yoki yakuniy texnik-iqtisodiy asoslarini ishlab chiqish uchun grantlar va foizsiz kreditlarni ajratish to'g'risida qarorlar qabul qiladi;

- yangi zamonaviy xorijiy texnologiyalar, texnika va uskunalarni hamda strategik ahamiyatga ega bo'lgan boshqa tovarlarni tasdiqlangan davlat dasturlariga muvofiq xarid qilish uchun Hukumat qarorlari bo'yicha imtiyozli kreditlar berish to'g'risida qaror qabul qiladi;

- Jamg'armaning ijro etuvchi direksiyasi faoliyati, ayniqsa Jamg'arma mablag'larining maqsadli yo'naltirilganligi, tijorat

banklariga moliyalashtirishni o'z vaqtida ochish hamda ularga berilgan mablag'larning qaytarilishini ta'minlash ustidan nazoratni amalga oshiradi;

- Jamg'arma mablag'larining ishlatilishi to'g'risida Jamg'arma ijro etuvchi direktorining hamda qarz olgan korxonalar tomonidan Jamg'arma mablag'laridan samarali foydalanilishini ta'minlashga qaratilgan chora-tadbirlar to'g'risida manfaatdor vazirliklar, idoralar va tashkilotlar rahbarlarining hisobotlarini muntazam ravishda eshitib boradi;

- Jamg'armaga aktivlarni boshqarish, ekspertiza qilish va investitsiya loyihalarini moliyalashtirish sohasidagi yuqori malakali mutaxassislarni jalb qiladi.

Jamg'arma mablag'larini shakllantirish manbalari quyidagilardan iborat:

- O'zbekiston Respublikasining asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlari prognozi va Davlat byudjeti parametrlarini tasdiqlash vaqtida O'zbekiston Respublikasi Prezidentining qarorlari bilan strategik resurslarga belgilanadigan chegara narxdan jahon narxining oshishi natijasida tushadigan mablag'lar;

- davlat mulkini xorijiy investorlarga chet el valyutasiga sotishda O'zbekiston Respublikasining Davlat byudjeti daromadlarini shakllantirish chog'ida hisobga olingan hajmlardan ortiqcha tushadigan mablag'lar;

- Jamg'armaning aktivlarini boshqarishdan, shu jumladan Jamg'arma mablag'larining bo'sh qoldiqlarini joylashtirishdan keladigan daromadlar;

- qonun hujjatlariga muvofiq boshqa manbalar.

Jamg'armaning mablag'lari uning O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankida ochilgan hisobvaraqlarida xorijiy valyutada shakllantiriladi.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki Jamg'arma hisobvaraqlariga tushgan mablag'larni ular tushgan kuni amalda bo'lgan Markaziy bankning almashuv kursi bo'yicha chet el valyutasiga konvertatsiya qiladi va Jamg'armaning valyuta hisobvarag'iga o'tkazadi.

Soliq va to'lovlarning ayrim turlari bo'yicha mablag'larni Jamg'arma hisobvarag'iga o'tkazish belgilangan tartibda amalga oshiriladi.

Jamg'arma mablag'lari tushumi manbalari va ulardan foydalanish yo'nalishlari har yili belgilangan tartibda O'zbekiston Respublikasi Investitsiya dasturiga kiritiladi va Jamg'arma balansida aks ettiriladi.

Jamg'arma mablag'lari quyidagi maqsadlar uchun foydalaniladi:

a) avvalo yoqilg'i-energetika kompleksi, kimyo sanoati, mashinasozlik, rangli metallurgiya va iqtisodiyotning boshqa bazaviy tarmoqlarida, shuningdek transport va telekommunikatsiya sohasida Davlat investitsiya dasturiga kiritilgan g'oyat muhim loyihalarni moliyalashtirish, shu jumladan xalqaro va xorijiy moliyaviy institutlar ishtirokidagi loyihalarda O'zbekiston Respublikasi ulushini qo'shma moliyalashtirish;

b) kelajakda, birinchi navbatda qishloq hududlarida, yangi sanoat ishlab chiqarishlarini joylashtirish uchun ishlab chiqarish infratuzilmasini rivojlantirish va tiklash loyihalarini moliyalash maqsadida, shu jumladan Davlat byudjeti mablag'lari hisobidan qoplanadigan imtiyozli kreditlar berish;

d) yangi tashkil etilayotgan moliyaviy institutlar hamda iqtisodiyotning bazaviy tarmoqlarida xorijiy investitsiyalar ishtirokida strategik ahamiyatga ega bo'lgan korxonalarining ustav kapitaliga investitsiya kiritish;

e) davlatning tashqi qarzlari bo'yicha xalqaro moliya institutlari va xorijiy kreditorlar oldidagi majburiyatlarni muddatidan oldin to'lash;

f) O'zbekiston Respublikasi Prezidenti yoki O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi tomonidan tasdiqlangan modernizatsiyalash, texnik va texnologik qayta jihozlash dasturlari doirasida tijorat banklariga xorijiy valyutada ochilayotgan kredit liniyalari orqali investitsiya loyihalarini jadal moliyalashtirish hamda amalga oshirish;

g) ayrim loyihalarning dastlabki yoki yakuniy texnik-iqtisodiy asoslarini ishlab chiqishni grant asosida yoki foizsiz kreditlar ajratish yo'li bilan moliyalashtirish;

h) yangi zamonaviy xorijiy texnologiyalar, texnika va uskunalarni hamda strategik ahamiyatga ega bo'lgan boshqa tovarlarni tasdiqlan-

gan davlat dasturlariga muvofiq xarid qilish uchun imtiyozli kreditlar berish;

i) birinchi navbatda istiqbolli, ammo yetarlicha rivojlanmagan hududlarda ishlab chiqarish va noishlab chiqarish infratuzilmasini shakllantirish bo'yicha ijtimoiy jihatdan ahamiyatli milliy davlat dasturlari va loyihalarini, Davlat byudjeti va investitsiya dasturining tasdiqlangan parametrlari doirasida, grant asosida moliyalashtirish (qo'shma moliyalashtirish);

j) tijorat banklari bilan birgalikda qarz oluvchi korxonalarining investitsiya dasturi (biznes-rejalari)ni, shu jumladan ishlab chiqarishni texnik jihatdan qayta jihozlash, ishlab chiqarish quvvatlarining ishlatilishini ko'paytirish, raqobatbardosh mahsulot ishlab chiqarish va uni eksport qilish hajmlarini oshirish hamda qo'shilgan qiymat o'sishini ta'minlashga imkoniyat beruvchi loyihalarni qo'shma moliyalashtirish;

k) Jamg'arma boshqaruvi va ijro etuvchi apparatining ta'minoti bilan bog'liq bo'lgan xarajatlarni qoplashga.

Mablag'larni berish muddati va shartlari Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash qarori bilan belgilanadi. Jamg'arma tomonidan beriladigan kredit resurslari bo'yicha foiz stavkasi yiliga 6 foizgacha tabaqalashtirilgan miqdorlarda belgilanadi.

Jamg'armaning kredit resurslari shartnomada belgilangan chet el valyutasida ajratiladi.

Tijorat banki marjasining eng yuqori chegarasi Jamg'arma va tijorat banki o'rtasida tuziladigan kredit shartnomasida har bir loyiha bo'yicha alohida belgilanadi.

Ajratilgan mablag'larning qaytarilishi tijorat banklari tomonidan kechiktirilgan holatlarda har bir kechiktirilgan kun uchun muddati kechiktirilgan to'lovlar bo'yicha qarzdorlik summasining 0,01 foizi miqdorida (qarzga olingan mablag'lar hajmining 10 foizidan oshmagan holda) penya undiriladi.

Jamg'arma mablag'lari hisobidan birgalikda moliyalashtiriladigan import kontraktlari bo'yicha avans to'lovlarini to'lash, qoidaga ko'ra, yetkazib beruvchi tomonidan qayta moliyalashtiruvchi tijorat bankiga birinchi darajali xorijiy bank tomonidan, avans to'lovini qaytarishga berilgan kafolatnomani taqdim etgan holda amalga oshiriladi.

Tijorat banklariga ajratiladigan kredit mablag'larining hajmi ularning buyurtmanomalari asosida belgilanadi va ushbu buyurtmanomalarda qarz oluvchi korxonalarining kredit olish uchun tijorat banki tomonidan ma'qullangan loyihalar mablag'larining umumiy miqdori aks ettiriladi.

Tijorat banklariga har bir loyiha (modernizatsiya, qayta qurish yoki ishlab chiqarishni texnik jihatdan qayta qurollantirish) uchun beriladigan kredit hajmi loyiha qiymati umumiy miqdorining 75 foizidan oshmasligi kerak.

Qarz oluvchi korxonalar (tashkilotlar)ga kredit berish Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash tomonidan tasdiqlanadigan O'zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi mablag'lari hisobidan moliyalashtirish uchun investitsiya loyihalarini tanlab olish shartlari, ko'rib chiqish tartibi va ekspertizasi to'g'risidagi Nizom va O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankning hujjatlari va boshqa qonun hujjatlariga muvofiq amalga oshirib boriladi.

Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash tomonidan tijorat banklarining buyurtmanomalarini ko'rib chiqish muddati ariza olingan kundan boshlab 30 kundan oshmasligi lozim. Ushbu muddatda Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash tijorat banki tomonidan taklif qilingan loyihani moliyalashtirish to'g'risida ijobiy qaror chiqaradi yoki tijorat bankiga yozma ravishda asoslangan raddiyanoma beradi.

Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengashning ijobiy xulosasi qabul qilinganidan so'ng Jamg'armaning ijro etuvchi direksiyasi 5 ish kuni mobaynida tijorat banki bilan kredit shartnomasini tuzadi.

Kredit shartnomasida tijorat bankiga berilayotgan kredit resurslarining miqdori, foiz stavkasi va maqsadi (yo'naltirish manzili), muddati va shartlari, shuningdek tomonlarning qonun hujjatlari talablariga muvofiq huquq va burchlari hamda boshqa masalalar aks ettiriladi.

Jamg'armaning vaqtincha bo'sh mablag'lari ularni birinchi darajali xalqaro moliya vositalariga joylashtirish maqsadida O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankiga ishonchli boshqaruv uchun belgilangan tartibda o'tkaziladi.

Jamg'arma mablag'lari bo'sh qoldiqlarining umumiy hajmi uning jami aktivlarining kamida qirq foizini tashkil etishi lozim.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki har chorakda Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengashga Jamg'arma mablag'larini ishonchli boshqarish natijalari, jumladan operatsiyalar bo'yicha daromadlilik, hisobot davrida olingan daromad miqdori, joylashtirilgan Jamg'arma mablag'lari portfeli tarkibi, foiz stavkalarining joriy holati to'g'risidagi ma'lumotlarni taqdim etadi.

Jamg'armaning ijro etuvchi direksiyasi har yili O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi, Iqtisodiyot vazirligi, Markaziy banki, tijorat banklari va boshqa idoralardan olingan dastlabki ma'lumotlar hamda hisobot davrida o'tkazilgan tizimli monitoring asosida keyingi kalendar yil uchun Jamg'armaga mablag'lar kelib tushishi va ulardan foydalanish prognozi loyihasini ishlab chiqadi hamda uni Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash tasdiqlashi uchun taqdim etadi.

Jamg'arma mablag'larining kelib tushishi va ulardan foydalanishning prognoz loyihalarini tayyorlash, ko'rib chiqish va tasdiqlashda O'zbekiston Respublikasi Davlat byudjeti va Investitsiya dasturining kelgusi yil parametrlarini ishlab chiqish va tasdiqlash bilan uzviy bog'liq holda amalga oshiriladi.

Respublikaning strategik resurslari bo'yicha jahon bozorlaridagi qulay narxlar natijasida hosil bo'ladigan prognozdan yuqori tushumlarning pul massasi hajmiga va inflyatsiya darajasiga ta'sirini bartaraf qilish maqsadida Jamg'arma mablag'laridan foydalanishning yuqori chegarasi asosiy makroiqtisodiy va pul-kredit ko'rsatkichlarining prognoz parametrlaridan kelib chiqqan holda ishlab chiqiladi va tasdiqlanadi.

Jamg'arma mablag'lari kelib tushishi va ulardan foydalanish prognozlarida umuman prognoz qilinayotgan yil uchun, shu jumladan choraklar bo'yicha quyidagilar aks ettiriladi:

jumladan, har bir manba bo'yicha mablag' tushumlarining umumiy hajmi;

ustuvor investitsiyaviy va ijtimoiy yo'naltirilgan loyihalarni, qarz oluvchi korxonalarining investitsiya dasturlarini moliyalashtirish, olinayotgan uzoq muddatli kredit va investitsiyalarga xizmat ko'rsatish hamda Jamg'armaning ijro etuvchi direksiyasi faoliyatini moliyaviy

ta'minlash bilan bog'liq xarajatlarni qoplashga mablag'lar ajratib berish bo'yicha sarf-xarajatlar.

Tijorat banklari tomonidan Jamg'arma mablag'larining maqsadga muvofiq bo'lmagan holda foydalanish holatlari aniqlanganda, maqsadga nomuvofiq foydalanilgan mablag'larning umumiy hajmi muddatidan oldin undirib olinib, Jamg'arma hisobvarag'iga o'tkaziladi hamda Jamg'arma va tijorat banki o'rtasida tuzilgan shartnomada belgilangan jarima sanksiyalari qo'llaniladi.

Jamg'arma mablag'larining Jamg'arma ijro etuvchi direksiyasi tomonidan qonuniy va qat'iy maqsadli yo'naltirilishi ustidan nazorat Jamg'armani boshqarish bo'yicha Kengash tomonidan amalga oshiriladi.

Jamg'armaning har yilgi auditi mustaqil xalqaro auditor tomonidan amalga oshiriladi, Jamg'arma mablag'larining shakllantirilishi va foydalanilishi O'zbekiston Respublikasi hisob palatasi tomonidan tekshirib turiladi.

Tijorat banklari tomonidan o'z vaqtida qaytarilmagan Jamg'arma mablag'lari qonun hujjatlarida belgilangan tartibda undiriladi.

15.3. Iqtisodiy taraqqiyotni ta'minlash maqsadida taraqqiyot jamg'armalari faoliyati bo'yicha ilg'or xorij tajribalari

Bugungi kunda dunyoning turli mamlakatlarida suveren fondlarni shakllantirish tendensiyasi, shuningdek ularning hajmi va faoliyat geografiasining kengayishi, bunday institutlarning paydo bo'lishi va ahamiyati, shuningdek, ayrim davlatlarning ijtimoiy-iqtisodiy rivojlanishi uchun amaliy instrument sifatidagi ishtiroki bu fondlarni o'rganish dolzarbligini ko'rsatadi.

Bundan tashqari, bir qator davlatlarda suveren fondlarning faoliyat yuritishidan kelib chiqqan holda, obyektiv bozordagi kamchiliklarni bartaraf etish vazifasi (turli samaradorlik bilan) va "inflyatsiya", inson kapitaliga davlat va investitsiyalarni jamg'arish yoki davlat investitsiyalari orqali oshib ketish yo'li bilan hal qilingan "ishchi" mexanizmlar va hokazo.

Suveren fondlar dastlab o‘tgan asrning o‘rtalarida tashkil etila boshlagan. Bu o‘tgan davrlarda ularning shakli, hajmi va maqsadlari intensiv rivojlana bordi. Birinchi suveren fond 20 asrning ikkinchi yarmida Quvaytda tashkil etilgan bo‘lib, bugungi kunda ularning 80dan ortig‘i dunyoda faoliyat yuritmoqda. 2007 yilda tashkil etilgan suveren fondlar instituti tashkil etilgan. Bu institut tomonidan bugungi kundagi suveren fondlar bir nechta parametrlar bo‘yicha reytingi e‘lon qilinib boriladi. Quyidagi jadvalda suveren fondlarning eng katta 10taligini ko‘rishimiz mumkin.

15.3-jadval

Jahondagi 10ta eng yirik suveren fondlari

№	Mamlakat	Suveren fondning nomi	Aktivi, mlrd AQSH doll	Tashkil etilgan yili	Mablag‘lar manbasi	Linaburg-Maduell Transparentlik indeksi
1	Norvegiya	Norvegiya global pensiya fondi (Government Pension Fund Global)	1058,05	1990	Neft	10
2	Xitoy	Xitoy investitsiya korporatsiyasi (China Investment Corporation)	941,4	2007	Non-Commodity	8
3	BAA, Abu-Dabi	Abu-Dabi suveren fondi (Abu-Dhabi Investment Authority, ADIA)	683	1976	Neft	6
4	Quvayt	Quvayt suveren fondi (Kuwait Investment Authority)	592	1953	Neft	6
5	Gonkong	Gonkong suveren fondi (Hong Kong Monetary Authority Exchange Fund)	522,6	1993	Non-Commodity	8
6	Saudiya Arabistoni	Saudiya Arabistoni suveren fondi (SAMA Foreign Holdings)	515,6	1952	Neft	4
7	Xitoy	Xitoy valyuta bozorini tartibga solish fondi (SAFE Investment Company)	441***	1997	Non-Commodity	4

8	Singapur	Singapur suveren fondi (Government of Singapore Investment Corporation, GIC)	390	1981	Non-Commodity	6
9	Singapur	Temasek Xoldingi (Temasek Holdings)	375***	1974	Non-Commodity	10
10	Saudiya Arabistoni	Davlat investitsiya fondi (Public Investment Fund)	360	2008	Neft	5

Dunyodagi suveren fondlarni moliyaviy holatini quyidagi ilovada ko‘rishimiz mumkin bo‘ladi.

Ilovada keltirilgan ma‘lumotlarni tahlil qilish quyidagi xulosalar chiqarish imkonini beradi:

- dunyodagi har beshinchi davlat o‘zining suveren fondiga ega;
- Birlashgan Arab Amirliklari – uzoq yillar davomida suveren fondlar aktivlari bo‘yicha yetakchilik qilib kelgan. So‘ngi yillarda Xitoy fondlari moliyaviy va investitsiya hajmini jadal ravishda kengaytirmoqda. Buning xususiyatli jihati shundaki BAA suveren fondlari aktivlari xomashyo mahsulotlar realizatsiya natijasida shaklangan, Xitoy suveren fondlari asosan xomashyo mahsulotlariga bog‘liq bo‘lmagan zaxiralar hisobiga kengaymoqda;
- Dunyodagi suveren fondlar jami aktivlarining qariyb 90 foizini 25% davlatlardagi suveren fondlarda yig‘ilgan;
- Sobiq Sovet Ittifoqi davlatlaridan eng katta aktivlarga ega suveren fondlar Qozog‘iston va Rossiya Federatsiyasiga to‘g‘ri kelib, bu davlatlarning suveren fondlari moliyaviy aktivlari bo‘yicha yetakchi o‘rinlarda turadi.

Suveren fondlar institutining yondashuvlariga ko‘ra, suveren fondlar faoliyatini baholashning asosiy mezonlari sifatida ochiqlik darajasi, investitsion portfel daromadlilik darajasi va aktivlari hajmi hisoblanadi. Bunga qo‘shimcha ravishda, fond tashkil etilgan yili, ya’ni qisqa muddatlarda o‘z aktivlar hajmini oshirish me’zoni kiritiladi.

Suveren fondlar faoliyati transparentligi yoki axborot shaffofligi darajasi tushunarli ko‘rsatkichi sifatida farovonlik suveren fondlari instituti xodimlari – Karl Linaburg va Maykl Maduell tomonidan ishlab chiqilgan Linaburg-Maduell transparentlik indeksi (Linaburg-

Maduell Transparency Index) ko'rsatkichidan foydalanish taklif etiladi.

Indeks Santyago tamoyillariga asoslangan shaffoflik o'nta asosiy tamoyillarini bajarish darajasi bo'yicha fondlarni ranglarga ajratishga asoslanadi. Har bir tamoyilni bajarganlik uchun suveren fond rangiga 1 punkt qo'shiladi. Bu tamoyillarni quyidagi jadvaldan ko'rishimiz mumkin.

15.4-jadval

Linaburg-Maduell transparentlik indeksining asosiy tamoyillari¹⁰⁶

ball	Shartlari
+1	Fond faoliyati tarixi, tashkil topish sabablari, moliyaviy mablag'lari shakllantirish manbalari tavsifi, davlat mulki tarkibini taqdim etishi
+1	Fond yillik hisobotlarining mustaqil auditorlik tekshiruvlarini amalga oshirilish natijalarini taqdim etishi
+1	Fondning Xolding kompaniyalar mulkidagi ulushi va xolding kompaniyalarning geografik joylashuvi to'g'risidagi ma'lumotni taqdim etish
+1	Fond investitsion portfelining bozor qiymati, fond daromadliligi, riski, shuningdek fond boshqaruv xarajatlari to'g'risidagi ma'lumotlarni taqdim etish
+1	Fond investitsiyalashning etika me'yorlariga rioya qilish majburiyati bilan investitsiya siyosatini amalga oshirish darajasi
+1	Fond faoliyati aniq maqsadlar va strategiyalar bo'yicha ish olib borishi
+1	Fondning sho'ba korxonalar tashkilotlari va ularning bog'lanish ma'lumotlarini taqdim etishi (agar mavjud bo'lsa)
+1	Fondning mablag'larini boshqaruvchi tashqi menejrlarning mavjudligi (agar mavjud bo'lsa)
+1	Fondning o'z veb saytiga egaligi
+1	Fond bosh ofisining manzilini va bog'lanish ma'lumotlarini taqdim etishi. Masalan suveren fond faoliyati bo'yicha murojaatlar uchun faks va telefon raqamlari

¹⁰⁶ Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices (Santiago Principles) [Электронный ресурс] / International Working Group of Sovereign Wealth Funds. 2008. Режим доступа: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples>.

Rossiya suveren fondlari indeksda beshga teng bo'lgan rangga ega. Ya'ni Rossiya fondlari faoliyati maksimal axborot shaffofligiga erishish uchun kamida beshta shaffoflik tamoyilini bajarish talab etiladi.

Quyidagi rasmda suveren fondlarning transparentlik indeksi bo'yicha shaffoflik darajasini ko'rishimiz mumkin.

Yuqoridagi rasmni taxlil qilish natijasida quyidagi xulosalarni chiqarishimiz mumkin bo'ladi:

- tabiiy resurslar hisobiga shakllangan suveren fondlar bilan xomashyoga bog'liq bo'lmagan suveren fondlar bilan o'zaro aloqadorlikda rivojlangan;

- daromadlari resurs realizatsiyasiga bog'liq bo'lmagan suveren fondlar bog'liq bo'lgan fondlarga nisbatan ochiq, aksincha resurs realizatsiyasiga bog'liq bo'lgan fonlar bog'liq bo'lmagan fondlarga nisbatan yopiq ya'ni oshkoraligi past darajada;

- Suveren fondlarning "oshkoraligi" yoki "shaffofligi" geografik jihatlariga ega. Odatda, Yevropa, Amerika, Avstraliya suveren fondlari nisbatan ochiq. Bularga Ozarbayjon neft fondini, Norvegiya global pensiya fondi, Avstriyaning kelajak fondi va boshqalarni kiritishimiz mumkin. Yaqin sharq mamlakatlari, Osiyo va Afrika mamlakatlaridagi suveren fondlar nisbatan yopiq hisoblanadi. Bunga Venesuela makroiqtisodiy barqarorlik fondi, Nigeriyaning Suveren investitsiya boshqarmasi, Oman davlat rezerv fondi va boshqalarni kiritishimiz mumkin.

Fondlar faoliyatidagi farqlar bir qator omillarga bog'liq bo'ladi, shu jumladan, daromadlarning xarakteri, xarajatlar amalga oshirish mexanizmi va xarajatlarga qo'yilgan cheklovlar bilan bog'liq. Dunyo bo'ylab turli mamlakatlarda amalga oshirilayotgan investitsiya siyosatini amalga oshirishning o'ziga xos xususiyatlari va yondashuvlari o'z manfaatlaridan kelib chiqqat holda belgilanadi. Suveren fondlar tomonidan amalga oshiriladigan investitsiya mexanizmlarini yaxshiroq anglash uchun ularning ayrimlari faoliyati bilan yaqindan tanishamiz.

Jahonda eng katta kapitalga ega bo'lgan suveren fond Norvegiyaning Global Davlat Pensiya fondi hisoblanadi. Bu fond

Norvegiyaning pensiya tizimidagi ikkita fondan biridir. Bundan tashqari Davlat pensiya fondi ham bor.

Yuqorida aytib o‘tilgan fond dastlab Davlat neft jamg‘armasi deb nomlangan bo‘lib 1990 yilda qonun bilan tashkil etildi va uning dastlabki moliyalashtirilishi 1996 yilda taqdim etildi. Shunday qilib, deyarli 90-yillarning o‘rtalariga kelib, Norvegiya neft va gaz sohasidagi daromadlarning aksariyati milliy byudjetga tushdi va davlat qarzini to‘lash uchun foydalanildi. 2006 yilda Norvegiya Neft jamg‘armasi Global Davlat Pensiya jamg‘armasi deb o‘zgartirilgan.

Ekspertlarning fikriga ko‘ra, neft-gaz sohasidagi operatsion daromad hozirgi kunda eng yuqori ko‘rsatkichdir va kelgusi o‘n yilliklar davomida asta-sekin pasayib boradi. Shunday qilib, Fond birinchi bo‘lib daromadlar oldida mavjud bo‘lgan pasayish oqibatlarini bartaraf etish va neft bahosidagi o‘zgarishlarning zararli oqibatlarini yumshatish uchun shakllantirildi. Vaqt o‘tishi bilan Fondning strategiyasi quyidagi yo‘nalishlar bilan xarakterlanadi: risk mukofotlarini olish, investitsiyalarni diversifikatsiya qilish, ijtimoiy yo‘naltilgan investitsiyalarni yaratish, rentabellik, faol boshqarishning o‘rtacha darajasi. Ushbu fond dunyodagi eng shaffoflardan biri sifatida tanilgan. Fond faoliyati bo‘yicha yillik hisobotlarni muntazam nashr etmoqda, ovoz berish hisoboti, fond faoliyati va uning strategiyasini baholash mezonlari.

Jamg‘armaning nomi “Global Davlat Pensiya jamg‘armasi” deb nomlanishiga qaramasdan, ushbu jamg‘arma nafaqa jamg‘armasi hisoblanmaydi va pensiya to‘lovlari hisobidan emas, balki neft tushumlari asosida shakllanadi. Biroq, uning nomini o‘zgartirish kelajakdagi pensiya xarajatlarining kutilayotgan o‘shishini moliyalashtirish uchun davlat daromadlarini tejashda poydevor rolini ta’kidladi.

Hozirda fondda rasmiy pensiya majburiyatlari mavjud emas. Uning investitsiyalari bir nechta aktivlar toifalarida taqsimlangan kapital mablag‘larining yarmidan ko‘pi Aksiyalarga, qolgan qismi esa qat’iy belgilangan daromad vositalariga investitsiya qilinadi. Geografik jihatdan investitsiyalar Yevropada (50%), Yaqin Sharq mamlakatlari, Amerika, Afrika (36%) va Osiyo va Okeaniyada (14%) ga qaratilgan. Fond mablag‘lari 60ta mamlakatdagi 8500ga yaqin

kompaniya Aksiyalariga joylashtirilgan. Aktivlarning 60 foizi Aksiya va 40 foiz obligatsiyalarda joylashtirilgan. 2012 yil o'rtalarida Fond global qimmatbaho qog'ozlar bozorlarining 1 foizini tashkil qildi va Yevropaning eng yirik aksiyadori bo'ldi.

Bugungi kunda fondning investitsion strategiyasi chet mamlakatlarga optimal investitsiya me'yorlarini belgilagan holda kelajak avlod uchun Norvegiya milliy boylik daromadlarining uzoq muddatga o'sish darajasini saqlash hisoblanadi. Fond aktivlarining 60 % aksiyalarga, 35-40 % qat'iy belgilangan daromadli moliyaviy vositalarga, 5 % ko'chmas mulkka taqsimlanadi.

Fond dunyodagi eng shaffof, moliyaviy mablag'larining yaxshi diversifikatsiyalangan va investitsiya strategiyasi ega muvaffaqiyatli xizmat qilishda davom etmoqda.

Birlashgan Arab Amirliklari. Abu Dabi investitsiya agentligi (ADIA). 1976 yilda tashkil etilgan Abu Dabi investitsiya agentligi Abu Dabi Amirliki egalik qiluvchi ko'p qirrali suveren fond hisoblanadi. Fondning yillik hisobotlarida ta'kidlanganidek, fondning asosiy maqsadi Amirlikning kelajakdagi farovonligini ta'minlash uchun hukumat nomidan moliyaviy resurslarni yuqori daromadli sohalarga investitsiya qilishdir. ADIA Yaqin Sharqdagi va dunyodagi eng yirik suveren fondi bo'lib, uning asosiy manbai neft eksportidan tushadigan daromad hisoblanadi.

ADIA mustaqil yuridik shaxs bo'lib, o'zining belgilangan maqsadlariga erishish uchun o'zi mustaqil faoliyat yuritadi. Fond aktivlarining 80 foizi tashqi fond menejerlari tomonidan boshqariladi va qariyb 60 foizi strategik rivojlanishga sarflanadi.

ADIA 24dan ortiq aktivlar sinfiga ega bo'lgan va diversifikatsiya qilingan investitsion portfelni boshqaradi. Bunga aksiyalar, qat'iy belgilangan daromadli moliyaviy vositalar, ko'chmas mulk, yuridik shaxslar va infrastruktura va boshqalar kiradi.

ADIANing ko'pgina investitsion faoliyati Shimoliy Amerika mamlakatlari (35% -50%), G'arbiy Yevropa va Skandinaviya davlatlari (25% -35%), Osiyoning rivojlangan davlatlari (10% -20%) hissasiga to'g'ri keladi.

Ushbu fond faoliyati transparentlik indeksi bo'yicha past ko'rsatkichga ega. Shu sababli hozirgi kunga qadar uning aktivlarining

hajmi to‘g‘risida aniq ma‘lumot yo‘q. Shunday qilib, 2012 yilning ikkinchi yarmida turli manbalarga ko‘ra uning miqdori 600 milliard AQSH dollaridan 800 milliard AQSH dollarigacha oshgan. 2018 yilning birinchi yarmida Suveren investitsiya fondlari instituti tomonidan berilgan ma‘lumotga ko‘ra 683 milliard AQSH dollarini tashkil etgan. Transparentlik indeksi bo‘yicha fond shaffofligi 6 ballga teng bo‘lgan.

Singapur. Temasek Xoldingi. Temasek Xoldingi 1974 yilda 350 mln AQSH dollarlik dastlabki sarmoyalar bilan tashkil etilgan. Hozirgi vaqtda xolding aktivlari davlat aktivlari, dividendlar, obligatsiyalar va davriy kapital qo‘yilmalar hisobiga shakllantiriladi.

“Temasek” Xolding Moliya Vazirligi tomonidan tashkil etilgan kundan boshlab uzoq muddatli daromadlarga erishishga qaratilgan mustaqil, tijoriy investor sifatida faoliyat yuritadi. Hukumatga doimiy ravishda to‘langan dividendlar. Temasek valyuta zaxiralarini boshqarish yoki iqtisodiyotni rivojlantirish majburiyatini olmagan. Jamg‘arma o‘z ta‘sis etilgan kundan boshlab yillik 17% miqdorida uzoq muddatli rentabellikga erishdi. 2012 yil sentyabr oyidan boshlab fondning jami aktivlari taxminan 157,5 milliard dollarni tashkil etdi.

2018 yilning birinchi yarmida 375 mlrd AQSH dollarini tashkil etgan. Transparentlik indeksi yuqori bo‘lgan fondlardan hisoblanadi (transparentlik indeksi maksimal 10 ballga teng).

Temasekning investitsiya strategiyasi quyidagi yo‘nalishlarda amalga oshiriladi:

- Xitoy, Hindiston, Janubi-Sharqiy Osiyo va Lotin Amerikasi iqtisodiyotining moliyaviy tuzilmalariga, infratuzilmasi va logistika-siga sarmoya kiritish yo‘li bilan yuqori daromadlilik darajasiga erishish;

- telekommunikatsiya, media texnologiyalari, ko‘chmas mulk va boshqalarga sarmoya kiritish orqali o‘sib borayotgan iste‘mol talabini qoplash;

- biznes loyihalarini, intellektual mulkni va raqobatbardosh ustunliklarni oshirishning boshqa manbalarini izlash orqali raqobatbardosh ustunliklarni ta‘minlash;

- kuchli raqobatbardosh kompaniyalarga, shuningdek, mintaqaviy va jahon lideri bo'lish uchun potentsialga ega bo'lgan kompaniyalarga sarmoya kiritib, yangi lider kompaniyalarini rivojlantirish.

Temasek fondi portfelining balansi Osiyo va boshqa mintaqalar o'rtasida 70-30 atrofida taqsimlanadi, moliyaviy va sanoat investitsiyalari esa fond portfelining eng yirik tarmoqlari bo'lib qolmoqda.

Malayziya. Xazanax Natsional Barxad. Xazanax xolding strategik investitsiyalarni amalga oshiradi va davlat aktivlarini boshqaradi.

Xazanax 1993 yilda OAJ sifatida ro'yxatga olingan va Malayziya hukumati mulki hisoblanadi.

Ushbu suveren fond Malayziyaning uzoq muddatli iqtisodiy o'sishiga hissa qo'shadigan Malayziyadagi ayrim strategik ahamiyatga ega sanoatning rivojlanishini rag'batlantirish vazifalarni o'z zimmasiga oladi.

Xazana - bu hosildorlikni oshirish ko'rsatkichlarini oshirish, mamlakat raqobatbardoshligini mustahkamlash va kvaziyalarga oid kompaniyalarda korporativ boshqaruvni takomillashtirishga yordam beradigan muhim agentlik.

2004 yilda fond tomonidan kvazi-davlatga tegishli korxonalarini yangi haqiqat talablariga javob beradigan yuqori darajadagi ishlab chiqarish korxonalariga aylantirilishini faollashtirish bo'yicha dastur boshlandi. Bu 2020 yilga qadar Malayziya bir qator muhim sohalarda - iqtisodiyot, siyosat, ijtimoiy taraqqiyot, ma'naviy rivojlanish, psixologiya va madaniyat rivojlangan davlatga aylanishi uchun 2020 yilga kelib Vizyonning umumiy rivojlanish rejasining bir qismidir.

Fond Malayziyada va xorijda 50dan ortiq yirik kompaniyaga sarmoya kiritgan.

Jahonda suveren fondlarning zamonaviy farqlarini hisobga olgan holda, ularning funksiyalarini farqlashni hisobga olsak, umuman global moliyaviy tizimda so'nggi yillardagi asosiy tendensiya rivojlanayotgan mamlakatlar suveren fondlari rolini kuchaytirishni barqarorlashtirish hamda ularga nisbatan munosabatlarning o'zgarishi, keyingi xatboshida.

Suveren fondlar xalqaro moliya bozorida jiddiy kuch bo'lib, 2012 yilda esa ularning nazorati ostida jami aktivlar 5 trillion dollardan oldindan to'langan.

Shu bilan birga, so‘nggi yillardagi asosiy tendensiya suveren fondlar aktivlari o‘shining barqarorligi, shuningdek, ular bilan munosabatlardagi o‘zgarishlar.

Rivojlanayotgan mamlakatlarning suveren jamg‘armalari dunyodagi eng mashhur moliya va institutlarga aylandi, inqirozgacha bo‘lgan davrda esa (2008 yilgacha) ular rivojlangan mamlakatlar tomonidan potensial tahdidlar nuqtai nazaridan tez-tez ko‘rib chiqildi. Ushbu o‘zgarish quyidagi sabablarga ko‘ra bir nechta sabablarga asoslanadi.

Global inqirozning birinchi bosqichining asosiy natijalari sarmoyalar oqimining pasayishi, qarz mablag‘lari qiymatining oshishi, bank kreditlarini vaqtincha qisqartirish va korporativ moliyalashtirish bo‘ldi.

Dunyoning aksariyat mamlakatlarida eksport hajmining pasayishi YaIMning keskin pasayishiga olib keldi. Banklarning balanslari xavotirli va noto‘g‘ri aktivlar tufayli doimiy ravishda keskinlashdi. Banklar yangi kreditlarni berishni qisqartirdi. Omonatchilarning banklarga bo‘lgan ishonchi zaiflashdi, depozitlarni olib qo‘yish boshlandi.

Xalqaro maydonda, 2010 yil oktyabr oyidan boshlab, Yevropa davlatlari qarz xuruji (Gretsiya, Ispaniya, Portugaliya va Italiya) tahdidlariga duch kelib, suveren fondlardan (birinchi navbatda, Xitoy) moliya bozoridagi muammoni hal qilish uchun mablag‘ yig‘ishni rejalashtirgan.

Rivojlangan mamlakatlar iqtisodiy o‘shining pasayishi va iqtisodiyotni rag‘batlantirish uchun cheklangan fiskal va pul-kredit siyosati milliy hokimiyat va xalqaro moliya institutlarini yangi vositalarni izlashga majbur qildi. Natijada, Xalqaro valyuta jamg‘armasi suveren fondlardan pul mablag‘larini global iqtisodiyotni kreditlashni tiklash uchun shartlardan biri sifatida ko‘rib chiqishni boshladi. 2011-yil sentyabr oyida nashr etilgan jahon iqtisodiyotining moliyaviy barqarorligini tahlil qilishda fond suveren fondlarning global moliya tizimining barqarorligini ta‘minlashdagi ijobiy rolini ta‘kidlab o‘tdi. XVF vakillari fikriga ko‘ra, suveren fondlar investitsiyalarining uzoq muddatli xususiyati xususiy investorlarning

moliyaviy bozorlarga bo'lgan ishonchini tiklash uchun asos bo'lishi mumkin.

Doimiy noaniqlik sharoitida va jahon iqtisodiyotida inqiroz hodisalari yuzaga kelishi va o'sishi holatlarida tartibga solish choralari samaradorligini oshirish zarurati sharoitida ko'plab rivojlanayotgan mamlakatlar o'zlarining boylik fondlari aktivlarini ko'paytirish bo'yicha choralar ko'rdilar. Shu bilan birga, rivojlanayotgan bozorlar asosan global iqtisodiy barqarorlikni saqlab qolish uchun muhim o'yinchilarga aylandi. Bu ko'p jihatdan ushbu mamlakatlarning ko'pchiligi moliyaviy inqirozdan ko'proq zarar ko'rganligi bilan izohlanadi, biroq ular nafaqat shifo topishlari mumkin, balki ijobiy iqtisodiy o'sishni kuzatish davom etmoqda.

Energiya va iste'mol tovarlari narxlarining yuqori bo'lishi, shuningdek, moliyaviy globalizatsiyani kuchaytirish Osiyo va Markaziy Osiyo mamlakatlari orasida asosan neft va gaz eksport qiluvchi xorijiy aktivlarni tezkor ravishda to'plashga olib keldi.

Shu bilan birga, global o'zgarish omili ham oshdi. Xususan, 2012 yilda qayd etilganidek, Xalqaro valyuta jamg'armasi ijrochi direktorining o'rinbosari "Dunyo so'nggi bir necha yil ichida bo'lgani kabi hech qachon o'zgarmadi va deyarli 4 yil davom etgan joriy iqtisodiy inqiroz tub o'zgarishlar yuz berdi global moliyaviy tuzilmada". Uning so'zlariga ko'ra, oxirgi uch asr so'nggi yalpi ichki mahsulotda 4 barobar o'sishi bilan so'nggi qirq yil ichida eng tez o'sgan va o'rtacha yillik o'sish 3,6 foizni tashkil etgan. Savdo hajmining 12 barobar o'sishi, bankning 14 barobar o'sishi, shuningdek, pul taklifining o'sishi 40 barobar oshdi.

Umuman olganda, rivojlanayotgan mamlakatlar global iqtisodiy o'sishni ta'minlash uchun iqtisodiy rivojlanish o'rnini egallashdi. Shunday qilib, 2007 yildan 2012 yilgacha bo'lgan davrda XVF ma'lumotlariga ko'ra, iqtisodiyotning rivojlanishi global nominal YaIMning 29 foizini tashkil etgan bo'lsa, rivojlanayotgan mamlakatlar global nominal YaIMning 71 foizini tashkil qilgan.

Dunyo amaliyoti shuni ko'rsatadiki, suveren fondlar yordamida bir qator davlatlar kelajakda xomashyo ziyonni qoplash uchun samarali mexanizmni yaratdilar. Ya'ni, byudjet davrida suveren fondlarda mablag' to'plash orqali byudjet-soliq siyosatida sifatni

yaxshilash ta'minlandi, shu bilan birga iste'mol qilinadigan tabiiy resurslarni sotishdan tushadigan daromadlar o'zgaruvchan va cheklangan bo'lib, xususan, byudjet xarajatlarini daromadlardan tushirish hisobiga moliya siyosatining sifatini oshirdi .

Bundan tashqari, suveren fondlarning samarali ishlashi milliy valyutani real jihatdan mustahkamlashdan qochib, milliy eksportchilarning raqobatbardoshligini ta'minlashga imkon beradi. Suveren fondlar iqtisodiyotni diversifikatsiya qilish jarayonlarini osonlashtiradigan funksiyalarni amalga oshirishi, shuningdek, mablag'larni maqsadli sarflashning oshkoraligini ta'minlashi mumkin.

Shu bilan birga, jahon tajribasi shuni ko'rsatadiki, ko'plab suveren fondlar boshqaruv muammolari bilan bir qatorda, boshqaruvning sifati bilan bog'liq masalalar bilan bir qatorda, davlatning bozordagi o'rnini bosa oladigan vaziyatni bartaraf etish uchun hal qilinishi kerak bo'lgan optimal ko'rsatkich va funksiyalarning doirasini shakllantirmoqda. tadbirkorlik faoliyatini rivojlantirish.

Umuman olganda, suveren fondlar mablag'larini samarali boshqarish, umuman olganda, umuman olganda jahon iqtisodiyotining rivoji, davlat va moliya bozorlarining rivojlanish tendensiyalari haqida aniq tasavvurni ta'minlashning mumkin emasligi sababli juda murakkab vazifadir.

Masalan, Venesuelada barqarorlik jamg'armalarining faoliyati kutilgan natijalarga to'liq erishmadi. Buning sababi menejmentdagi xatolar, mablag'larni to'plash va ulardan foydalanish qoidalaridagi ba'zi o'zgarishlar bo'lib, ular oxir-oqibat ushbu maqsadlarga erishish uchun qiyinchiliklarni keltirib chiqardi.

Shunday qilib, eng yaxshi yutuqlar dastlab fondlar faoliyatini tartibga soladigan aniq qoidalar o'rnatgan va keyinchalik ularga qat'iy rioya qilgan mamlakatlar tomonidan erishildi. Bu, birinchi navbatda, Norvegiya, Alaska kabi mamlakatlar.

Qoidalar noaniq va majburiy bo'lmagan hollarda va hukumatlar mablag'larni o'z xohishiga ko'ra sarflash imkoniga ega bo'lishgan bo'lsa, to'plangan mablag'lar odatda yetarlicha samarali sarflanmadi, bu esa dastlab belgilangan maqsadlarga erishishga imkon bermadi.

Shunday qilib, suveren fondlarning shakllanishi kutilgan natijalarga olib kelmadi, birinchi navbatda, pul mablag'larini jamlash

davlat investitsiyalari emas, iste'molchilar ehtiyojlariga sarflangan mamlakatlarda. Iqtisodiy rivojlanishning dastlabki darajasiga ega bo'lgan mamlakatlar uchun bunday siyosat ularni "qashshoqlik tuzog'idan" chiqarishga imkon bermaydi. Xomashyoning jahon narxlarining beqarorligi tufayli, davlat investitsiyalarining ortishi uchun kelajakdagi xomashyo qazib olishga urinishlar ayrim davlatlarni jiddiy byudjet va qarz xurujiga olib keldi (masalan, 1970-1980 - Nigeriya).

MOLIYA BOZORI

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Suveren fondlarning iqtisodiy mohiyati.
2. Davlatning samarali makroiqtisodiy va faol investitsiya siyosatida suveren fondlarining roli.
3. Suveren fondlarni qolgan davlat moliya zaxiralaridan farqi nimada?
4. Suveren fondlar haqidagi nazariy qarashlarning rivojlanish bosqichlari.
5. Suveren fondlarning asosiy xususiyatlari nimalardan iborat?
6. Suveren fondlarning tasniflanishi.
7. Suveren fondlarni tashkil etish maqsadiga ko'ra turlari.
8. Suveren fondlar mablag'larini shakllantirish va ulardan foydalanish tamoyillari.
9. O'zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot jang'armasi tashkil etishning huquqiy asoslari.
10. O'zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot jang'armasi tomonidan loyihalarni moliyalashtirish yo'llari.
11. O'zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot jang'armasi daromadlari shakllanish manbalari.
12. O'zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot jang'armasi moliyaviy mablag'laridan foydalanish yo'nalishlari.
13. Suveren fondlari faoliyat samaradorligini baholash mezonlari.
14. Suveren fondlari faoliyat samaradorligini baholashning kompleks ko'rsatkichlar tizimi.
15. Suveren fondlari faoliyatini tashkil etishning xorij tajribasi.

TESTLAR

1. "Suveren fond" atamasini ilk bora qo'llagan iqtisodchi olim kim?
 - a) A.Rozanov;
 - b) K.Klimbetov;
 - d) S.Yu.Vitte;
 - e) E.X.Xansen.

2. Qaysi iqtisodchi olim suveren fondlar faoliyatini bir tomondan, “Davlatning sikllarga qarshi siyosati”, boshqa tomondan esa – davlat inqirozga qarshi boshqaruv funksiyasini amalga oshirish bilan izohlagan.

- a) S.Yu. Vitte;
- b) E.X. Xansen;
- d) R.F. Xarrod;
- e) V.T.Ving.

3. Suveren fondlarni mamlakatda pul massasini tartibga solish uchun vosita sifatida e’tirof etgan olim...

- a) S.Yu. Vitte;
- b) E.X. Xansen;
- d) R.F. Xarrod;
- e) V.T.Ving.

4. Quyidagilardan qaysi biri suveren fondlarning asosiy xususiyatlari qatoriga kiritilmaydi?

- a) fondlarning investitsiyalari fond bozorlariga faol ta’sir etishi mumkinligi;
- b) suveren fondlar tarkibining, jumladan, tashkiliy-huquqiy shakl bo’yicha bir turda emasligi;
- d) belgilangan makroiqtisodiy maqsadlar uchun, qoidaga ko‘ra, bir turdagi maqsadlardan foydalanilishi va ularning har bitta fondga 2-3 tadan to‘g‘ri kelishi;
- e) fondlar uchun qisqa muddatli investitsion faoliyat xosligi.

5. Byudjet muvozanatini ta’minlash uchun shakllantiriladi va foydalaniladi. Ushbu fondlar mablag‘lari sikllarga qarshi byudjet siyosati doirasida shakllantiriladi va foydalaniladi hamda likvidligi yuqori va ishonchli moliyaviy vositalarga investitsiya qilinadi.

- a) Barqarorlashtirish fondlari;
- b) Pensiya zaxira fondlari;
- d) Jamg‘arma fondlar;
- e) Taraqqiyot fondlari.

6. Davlat pensiya ta'minoti xarajatlarini moliyalashtirish uchun yaratiladi Ushbu fondlarning mablag'lari asosan aksiyalar va boshqa yuqori riskli investitsiyalarga joylashtiriladi. Bunday fondlarning investitsiyalash vaqt doirasi aniq bo'lib, uzoq muddatli xarakterga ega hisoblanadi.

- a) Barqarorlashtirish fondlari;
- b) Pensiya zaxira fondlari;
- d) Jamg'arma fondlar;
- e) Taraqqiyot fondlari.

7. Milliy farovonlikni avlodlar o'rtasida adolatli taqsimlash tamoyiliga asoslanadi. Byudjetning bozor konyunkturasiga bog'liq daromadlari, shuningdek, oltin-valyuta zaxiralari bir qismi fondlarda kelajak avlodlarga yetkazish va mablag'larni ko'paytirish maqsadida samarali investitsiyalashdir.

- a) Barqarorlashtirish fondlari;
- b) Pensiya zaxira fondlari;
- d) Jamg'arma fondlar;
- e) Taraqqiyot fondlari.

8. Fond mablag'larni investitsiyalash va iqtisodiyotning ustuvor tarmoqlarini rivojlantirish hisoblanadi. Taraqqiyot fondlarining mablag'lari qoidaga ko'ra, mamlakat ichkarisida ustuvor ijtimoiy-iqtisodiy loyihalarga, asosan, transport infratuzilmasi, ta'lim va sog'liqni saqlashga investitsiya qilinadi.

- a) Barqarorlashtirish fondlari;
- b) Pensiya zaxira fondlari;
- d) Jamg'arma fondlar;
- e) Taraqqiyot fondlari.

9. O'zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot Jamg'armasi qaysi me'yoriy hujjat asosida tashkil etilgan.

- a) 2006 yil 11 maydagi PF-3751-sonli Farmoni;
- b) 2007 yil 7 iyundagi VMK-110-sonli Qarori;
- d) 2006 yil 16 maydagi PQ-350-sonli Qarori;
- e) 2006 yil 12 iyundagi F-2520-sonli Farmoyishi.

10. O‘zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot Jamg‘armasi qaysi tashkilot huzurida tashkil etilgan.

- a) Moliya vazirligi;
- b) Vazirlar Mahkamasi;
- d) Markaziy bank;
- e) Iqtisodiyot vazirligi.

11. O‘zbekiston Respublikasining Tiklanish va taraqqiyot Jamg‘armasining yuqori organi hisoblangan boshqarish bo‘yicha Kengash tarkibi kim tomonidan tasdiqlanadi?

- a) Moliya vazirligi;
- b) Vazirlar Mahkamasi;
- d) Prezident;
- e) Oliy majlis.

12. Jamg‘arma mablag‘lari bo‘sh qoldiqlarining umumiy hajmi uning jami aktivlarining kamida nechcha foizini tashkil etishi lozim.

- a) 30 %;
- b) 40 %;
- d) 50 %;
- e) 60 %.

13. Jamg‘arma mablag‘larining shakllantirilishi va foydalanilishi qaysi tashkilot tomonidan tekshiriladi?

- a) Moliya vazirligi;
- b) Vazirlar Mahkamasi;
- d) Hisob palatasi;
- e) Davlat moliyaviy nazorat boshqarmasi.

14. Jahonda birinchi suveren fondi qachon va qaerda tashkil etilgan?

- a) 1959 yilda Abu-Dabi suveren fondi (Abu-Dhabi Investment Authority, ADIA);
- b) 1948 yilda Norvegiya global pensiya fondi (Government Pension Fund Global);

- d) 1968 yilda Xitoy investitsiya korporatsiyasi (China Investment Corporation);
- e) 1987 yilda Singapur suveren fondi (Government of Singapore Investment Corporation, GIC).

15. Quyidagilardan qaysi fond moliyaviy mablagʻlari tabiiy boyliklar hisobiga shakllantirilmagan.

- a) Abu-Dabi suveren fondi (Abu-Dhabi Investment Authority, ADIA);
- b) Norvegiya global pensiya fondi (Government Pension Fund Global);
- d) Xitoy investitsiya korporatsiyasi (China Investment Corporation);
- e) Quvayt suveren fondi (Kuwait Investment Authority).

XVI BOB. KRIPTOVALYUTALAR BOZORI

16.1. Kriptografiya va kriptovalyutalar haqida tushuncha

So‘nggi yillarda kriptovalyutalar moliya bozorida shiddat bilan rivojlanayotgan asosiy tarmoqlardan biriga aylanib bormoqda.

Kriptovalyutalar – shunday to‘lov vositasiki, bunday to‘lov tizimining egasi ham, ichkaridan yoki tashqaridan biror boshqaruvchisi mavjud emas. Bunday tizimning asosiy xususiyati ham bevosta markazlashtirilmagan tartibda ekanligidadir.

Kriptovalyutalarni bir tomondan o‘ziga xos g‘oyaga asoslangan pullarning yangi ko‘rinishi sifatida, ikkinchi tomondan esa nima bilan savdo qilishlariga ahamiyat bermay, faqatgina foyda olishni ko‘zlovchi spekulyantlar uchun juda qiziqarli bo‘lgan urfdagi, o‘zgaruvchan (volatil) moliyaviy aktivlardan biri sifatida aniq farqlab olishimiz lozim.

Insonlarning dunyo haqidagi qarashlarini yuqori tezlikda kechuvchi jarayonlar qanchalik o‘zgartirmaydi deysiz-a? Ko‘pincha insonlar, huddi baliq qarmoqqa bog‘langan yaltiroq xo‘rakka talpinganidek, urfdagi hodisa ortidan kelajak uchun barcha narsalari bilan risk qilishga tayyor bo‘lishadi. Ayniqsa, bunda ularning ham fikrlari ko‘p bo‘lsa.

Kriptovalyutalar – raqamli yoki virtual valyuta hisoblanib, ularda xavfsizlik uchun **kriptografiya (grekcha so‘z, maxfiy belgilar bilan yozilgan xat)**dan foydalaniladi. Kriptografiya – bu ma’lumotni ko‘zda tutilmagan foydalanuvchilardan himoyalash yo‘lida, axborotni o‘zgartirish bilan bog‘liq bo‘lgan g‘oya va usullar yig‘indisidir. Tarixiy jihatdan, kriptografiya maxfiy ma’lumotlar, asosan, maxfiy xizmat va razvedka idoralari tomonidan maxfiy ma’lumotlardan himoya qilish uchun ishlatilgan. Ushbu sohadagi olimlarning ko‘pchiligi, har qanday hukumat yoki bank kabi boshqa vositachilar bilan bog‘lanmagan avtonom raqamli valyutaning o‘zi yashaydigan maxfiylik va erkinlik tufayli foydali va qulay deb hisoblaydilar.

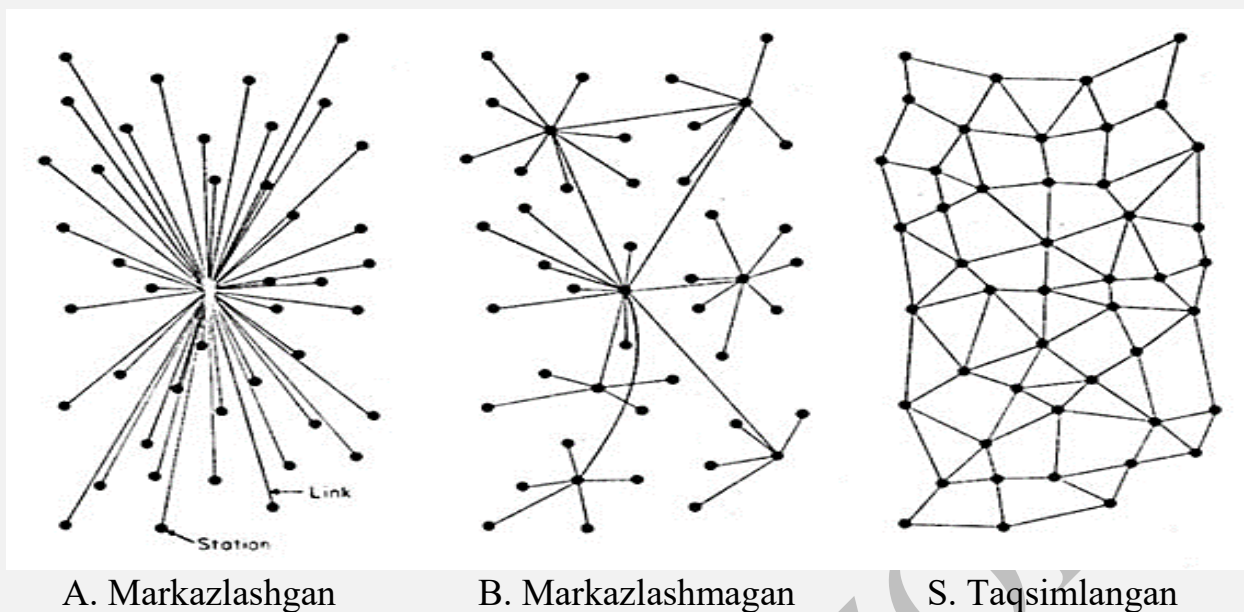
Bunday tizimda pulni boshqa joyga o'tkazilishi, mahalliy va xalqaro miqyosdagi hududlar davlat tartib-qoidalarini chetlab o'tgan holda osonlik va tezda amalga oshirilishi mumkin. AQSHda kriptografiya asoschisi Horst Fietsel tomonidan "Digital Encryption Standard" (DES) ning 1975-yil 17-martda Federal Reyestriga kiritilishi bilan qabul qilinadi.

Ushbu tizim xavfsizlik xususiyati tufayli kriptovalyutalarini soxtalashtirish murakkab hisoblanadi. Kriptovalyutaning alohida xususiyatlaridan biri uning muomilaga kiritilish jarayonidir. Ya'ni, u hech qanday markaziy hokimiyat tomonidan berilmaydi va uni davlat aralashuvi yoki manipulyatsiyasidan holi hisoblanadi. O'z o'rnida Kriptovalyutalarda ham kamchiliklar ham mavjud. Shuningdek, ularning moliya bozoridagi dastlabki rivojlanish bosqichlari, xavf-xatarlari, imkoniyatlari va ularning kelajakdagi holati kriptovalyutalar bozorini alohida jihatini asoslaydi.

Kriptografik pullarning kelajagini bashorat qilish oson emas, chunki rasmiy tuzilmalar sohasida ayniqsa juda ko'p ishlar qilinishi kerak. Shu bilan birga, banklar va boshqa moliya institutlari kelajakda moliyaviy bitimlar uchun alternativ sifatida kriptovalyutalarni ko'ra olishi kerak. So'nggi yillarda jahon moliya bozorida katta o'zgarishlar ro'y bermoqda. Shuningdek, valyuta instrumentlari sifatida ishlatiladigan vositalarni, savdo operatsiyalarini iloji boricha osonlashtirish va qulaylashtirish, bozor ehtiyojlariga mos ravishda o'zgarishlarini va rivojlanishni talab etmoqda. Tovar ayriboshlanishi uchun foydalaniladigan vositalar pul deb ataladi. Pul - bu o'zaro kelishuv vositasi bo'lib, bozorning barcha ishtirokchilari buni amalga oshirishda ishtirok etadilar. Insoniyat va jamiyat, iqtisodiy munosabatlar, bozorlar tobora rivojlanib borishi sababli, murakkab tovar almashinuvi vositalariga ehtiyoj paydo bo'ldi. Shu munosabat bilan, shifrlangan valyutalarning joriy etilishi xalqaro to'lov tizimini bir necha yil avval tasavvur qilib bo'lmaydigan darajada kengayishiga sabab bo'lmoqda.

Blokcheyn texnologiyalar – kriptovalyutalarni asosini tashkil etuvchi texnologiyalar bo'lib, moliya bozorini taraqqiy etishini yangi bosqichga olib chiquvchi, raqamli innovatsion texnologiyalar bo'lgan, kriptografik tizim orqali himoyalangan va kiberxavfsizlikning yuqori

darajasiga ega texnologiyalardir. Tranzaksiyalar bloklarda qayd etiladi, har bir blok oʻzidan oldingi blok bilan bogʻlanadi va natijada bloklar zanjiri hosil boʻladi. Hosil boʻlgan bloklar zanjiri esa “**Blokcheyn**” (Blockchain) deb ataladi. Blokcheyn texnologiyalarning xususiyati ularning markazlashmaganligi va taqsimlanganligidir (B, C, 1-rasm) va aynan shu xususiyati bilan anʼanaviy markazlashgan (A, 1-rasm) toʻlov tizimlaridan farqlanadi. Blokcheyn texnologiyalarni yaratuvchi va ularni yangilab borish bilan shugʻullanuvchilar maynerlar deb ataladi. Maynerlar (Miners) buning uchun mukofotga ega boʻladilar. Hozirgi kunda Mayning (Mining) bilan shugʻullanuvchilar soni keskin ortmoqda. Mayning bu kriptovalyutani murakkab matematik formulalar orqali yaratish (qazib olish)dir. Buning natijasida ular mukofot (Bitkoin)ga ega boʻladilar. Maʼlumotlarga koʻra, Moskvada oxirgi 2017 yilda videokartalar sotuvi 3 marta koʻpayib, bozordagi talab taklifdan ortib ketishi kuzatilgan. Moskva axborot texnologiyalar departamenti maʼlumotlariga koʻra 2017 yilning 1 kvartalida videokartalar oʻrtacha 9300 rublda baholangan, bu esa 2016 yil IV choragiga nisbatan 6%ga arzon boʻlsa, shu yilning I choragiga nisbatan esa 9%ga qimmatroqdir. “Yandeks Market” maʼlumotlariga koʻra Rossiyada videokartalar narxi 2017 yil yanvar oyida oʻrtacha 13997 rublni, may oyida esa 17 040 rublni tashkil etgan. “Marvel-distributsiya” kompaniyasi departamenti direktori A. Kirichevskiy soʻzlariga koʻra, joriy davrda videokartalarga boʻlgan talab keskin koʻtarilib, bunday holat oxirgi 10 yilda kuzatilmaganligini hamda buning natijasida 200-600\$ narxdagi yuqori unumdorlikka ega kartalar defitsiti yuzaga chiqayotganligini va ularni sotib olish navbati 3–4 oyga choʻzilayotganligini taʼkidlab oʻtdi. Bunday koʻrsatkichning boisi mayning bilan shugʻullanuvchilarning sonini keskin ortganligidir. Bunda ularga kuchli kompyuterlar kerak boʻladi. Mayning bilan shugʻullanuvchilarni yuzaga chiqishi mumkin boʻlgan salbiy oqibatlar haqida ogohlantirish befoyda, ular baribir buni inobatga olishmaydi. Xuddi XVII asrda shu kabi dalillarni inobatga olmasdan “tulip” lola oʻsimligi piyozlari bilan oldi-sotdi qilishga qattiq kirishgan gollandlar kabi.



16.1-rasm. Global to'lov tizim sxemalari

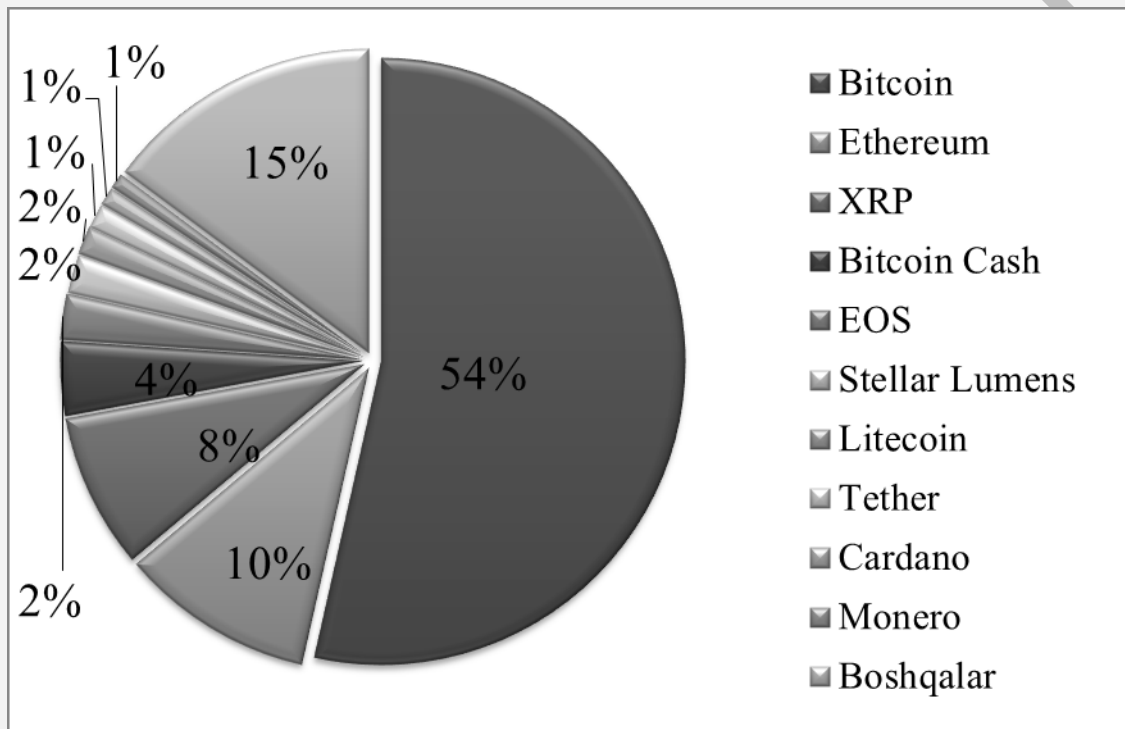
Kriptoalyutalar mustaqil tizim hisoblanib, ular mutlaq avtonom va hech kimning yordamiga muhtoj emas, ya'ni bir markazlashgan tizim orqali boshqarilmaydi va shu xususiyati bilan an'anaviy to'lov tizimlaridan farq qiladi. 15.1- rasmda an'anaviy to'lov texnologiyalari (A) va blokcheyn texnologiyalarning (B, S) global tizim sxemasi tasvirlangan. Markazlashgan to'lov tizimida tizim Markaziy bank tomonidan tijorat banklari orqali boshqariladi. Unda Markaziy bankning asosiy roli to'lovlarning haqqoniyligi va xavfsizligini ta'minlashdan iborat. Markazlashmagan yoki taqsimlangan tizimda esa bunday markaziy bo'g'inga ehtiyoj yo'q. Chunki to'lovlar bo'yicha ma'lumotlar tizimning barcha ishtirokchilarida mavjud bo'lib, ular oshkora hisoblanadi va tizim ishtirokchilari tomonidan tasdiqlanadi.

16.2. Kriptoalyuta turlari va Bitkoyn

Bugungi kunda dunyo bo'yicha 2396ta kriptoalyutalar ro'yxatga olinib, ularning jami bozor kapitallashuvi 204.09 mlrd AQSH dollariga teng.¹⁰⁷ 16.2-rasmda kriptoalyutalarning bozor kapitallashuvi ulushlarda tasvirlangan.

¹⁰⁷ <https://www.investing.com/crypto/currencies> (11.10.2018)

Blokcheyn texnologiyalarda kriptovalyutalarni bir hamyondan boshqasiga mablag' o'tayotganini ko'rib turish mumkin, ammo uni taqiqlab ham, bloklab ham bo'lmaydi. Shuningdek kriptovalyutalarning soni chegaralangan bo'ladi va ularning inflyatsiyaga uchramasligiga sabab bo'ladi. Masalan, tahminan 2040-yilga borib maynerlar tomonidan 21,000,000 Bitkoyn topiladi, so'ng to'xtatiladi. Undan keyin nima bo'lishi haqida taxminiy tasavvurlargina mavjuddir.



16.2-rasm. Kriptovalyutalarning bozor kapitallashuvi (11.10.2018)

Kriptovalyutalarning o'ziga xos xususiyatlaridan biri ularning maxfiyligidir, ya'ni anonim ismlar orqali ularning kimga tegishli ekanligini aniqlab bo'lmaydi. Natijada noqununiy pul aylanmasi, giyohvand moddalar uchun, terrorizmni moliyalashtirish uchun yaxshi to'lov vositasiga aylanib qolishi mumkin. Kriptovalyutalarning yana bir xususiyati ularning nomarkazlashgan tizimga egaligi tufayli ularda vositachilar bo'lmaydi, shu tufayli o'zaro ikki shaxs o'rtasida bitim tez va kamroq xarajatlar orqali amalga oshiriladi. Biroq xato amalga oshirilgan to'lovlarni ortga qaytarishning imkoni mavjud emas. Bugungi kunda dunyoda eng yuqori qiymatga ega TOP 20 kriptovalyutalar ro'yxati 15.1-jadvalda keltirilgan.

**Eng yuqori qiymatga ega TOP 20ga kiruvchi kriptovalyutalar
haqida ma'lumot (11.10.2018y holatiga)**

№	Kriptovalyuta nomi	Belgisi	Narxi (dollar)	Bozor kapitallashuvi (mlrd dollar)	24 soatlik aylanmasi hajmi (mln dollar)
1	Bitcoin	BTC	6,304.2	\$109.26	\$4510
2	Ethereum	ETH	204.13	\$21.06	\$1730
3	XRP	XRP	0.41891	\$16.88	\$626.81
4	Bitcoin Cash	BCH	456.26	\$7.98	\$472.71
5	EOS	EOS	5.3937	\$4.89	\$738.11
6	Stellar Lumens	XLM	0.2205	\$4.19	\$53.89
7	Litecoin	LTC	52.644	\$3.10	\$373.30
8	Tether	USDT	0.98204	\$2.69	\$3.12
9	Cardano	ADA	0.07696	\$2.01	\$54.67
10	Monero	XMR	102.61	\$1.71	\$179.70
11	TRON	TRX	0.022635	\$1.51	\$172.33
12	IOTA	MIOTA	0.51961	\$1.46	\$32.51
13	Dash	DASH	169.14	\$1.42	\$220.99
14	Binance Coin	BNB	9.8204	\$1.15	\$31.92
15	NEO	NEO	16.51	\$1.08	\$189.65
16	Ethereum Classic	ETC	9.97	\$1.05	\$233.73
17	NEM	XEM	0.09466	\$0.851	\$11.48
18	Tezos	XTZ	1.2862	\$0.780	\$2.01
19	VeChain	VET	0.0121	\$0.674	\$13.39
20	Dogecoin	DOGE	0.005471	\$0.628	\$13.18

Bitkoyin 2009 yilda yaratilgan eng birinchi yaratilgan blokcheyn texnologiyalar asosida yaratilgan kriptovalyuta hisoblanadi. Eng qiziqarlisi, o'zini Satoshi Nakamoto deb nomlovchi Bitkoyin tizimi yaratuvchisi deyarli anonym shaxs hisoblanib, u 2011 yildan so'ng g'oyib bo'ldi va hattoki Internetdan ham yo'qolib qoldi. Albatta bunday holatni tushunish mumkin, bu inson haqiqatda o'z hayotidan xavfsirayotgan bo'lishi mumkin.

Biroq kutilmaganda o'tgan yil avstraliyalik Kreyg Rayt omma oldida aynan u Bitkoyin kriptovalyutasini yaratuvchisi ekanligini

¹⁰⁸ <https://coinmarketcap.com/ru/all/views/all/>

oshkor etdi. U o‘z fikrlarini 3ta – BBC, GQ va Economist nashrlariga intervyu berish orqali bildirdi. BBC bilan uchrashuvda Rayt Bitkoyn tizimi dastlabki rivojlanishni boshlayotgan davrda yaratilgan, kriptografik kalitlar qo‘llanilgan elektron imzoni qoldirdi. Aynan ushbu kalitlar birinchi partiya Bitkoynlarni yaratishda ham qo‘llanilgan. 2009 yil yanvar oyida Bitkoynlar Xolu Finney kriptografikasiga o‘tkazilgan va bu kriptoalyuta bilan amalga oshirilgan birinchi bitim hisoblangan.

Raytning ta’kidlashicha, u Satoshi Nakamoto nomidan foydalanishga chek qo‘yishga qaror qilib, aynan u Bitkoyn yaratuvchisi ekanligini isbotlovchi axborotni e’lon qilishni va’da berdi. U shuningdek kriptoalyutalarni vujudga keltirishda unga katta ko‘lamdagi yaratuvchilar jamoasi yordam berganligini aytib o‘tdi. O‘tgan yili dekabr oyida Wired va Gizmodo jurnallari tekshiruv natijalarini nashr qilishdi, unda Bitkoyn yaratuvchisi Rayt ekanligi aytilgan. Shundan so‘ng Avstraliya hukumati Raytning uyida tintuv o‘tkazishdi. Rayt esa bu tintuvlar soliqlarni to‘lanishi bilan bog‘liq tekshiruvlar sababli ekanligini ma’lum qildi. Ma’lumotlarga ko‘ra, 2017 yil 21-oktyabrda Nakamoto Bitkoyn orqali 5.9 mlrd AQSH dollariga ega bo‘ldi. Umuman olganda, 2018 yilning oktyabr oyida 17 million 311 ming dona Bitkoyn muomilada bo‘lgan. Biroq, maynerlar tomonidan topiladigan Bitkoynning maksimal miqdori 21 million donani tashki etadi. Muomalada bo‘lgan Bitkoynlarning 34.28 foizini top-1000 Bitkoynning anonim egalari egalik qiladi. Barcha Bitkoyn anonim egalarining 90 foizi 0.1 BTC kam miqdorga egalik qiladi. 2010 yil 22 may oyida Laszlo Haynkez 2 ta Papa John’s Pizza pitstsalari 10000 BTC ayriboshladi va bu birinchi qonuniy tovar ayriboshlanishi uchun Bitkoynning ishlatilishi edi. Usha vaqtda 10000 BTCning narxi 41\$ edi. 2018 yil oktyabr oyi holatiga 10000 BTC taxminan 66.67 mln dollarga teng.

16.4-rasmda Bitkoyn narxining so‘nngi 3 yilda o‘zgarish diamikasi tasvirlangan. Unga ko‘ra, Bitkoynning narxi 2016 yildan 2017 yilning yanvariga qadar juda sekin miqdorda o‘shish kuzatilgan bo‘lsa, 2017 yilning 2-choragidan boshlab Bitkoynning narxi yuqori sur’atlarda ko‘tarila boshlangan va 2017 yilning dekabr oyida esa

maksimal nuqtaga erishdi. Biroq, keying 2018-yil boshidan keskin tushish kuzatilgan. 2018-yil oktyabr oyida esa 6500 dollar atrofida kuzatilgan. Tahlil natijalariga e'tibor qaratadigan bo'lsak narxi yuqori tebranuvchan bo'lganligiga guvoh bo'lish mumkin.



16.4-rasm. Bitkoyn narxining so'nngi 3 yilda o'zgarish diamikasi

Bugungi kunda dunyoda 500dan ortiq kriptoalyuta birjalari mavjud bo'lib, Binance, KuCoin, Huobi Pro, Chagelly, Bittrex, Poloniex, Bitfinex, Bitmex, Cryptopia kabilar dunyodsagi eng yirik kriptoalyuta birjalari hisoblanadi.

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

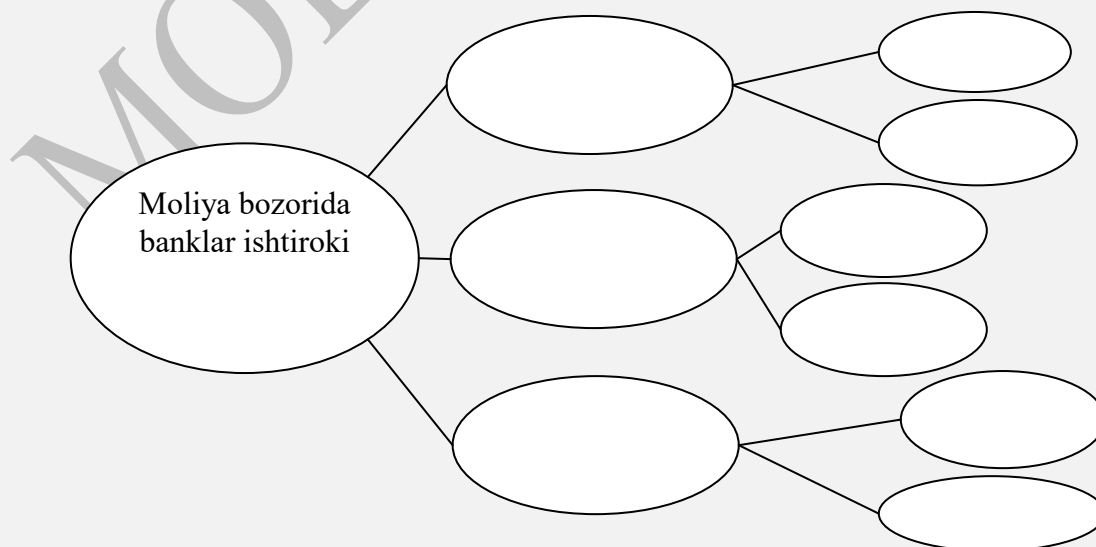
1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Kriptoalyutalarning iqtisodiy mohiyati va yuzaga kelishi.
2. Kriptoalyutalarning bozor moliya bozorida ahamiyatli jihatlari.
3. Kriptoalyutalarning turlari.
4. Blokcheyn texnologiyalar.
5. Bitkoin va uning yaratilishi
6. Raqamli iqtisodiyotni rivojlantirishda kriptoalyutalarning ahamiyati.

2. Kriptoalyutalarning afzalliklari va kamchiliklari bo'yicha T-sxemani to'ldiring.

Afzalliklari	Kamchiliklari
1	1
2	2
3	3
...	...

3. Moliya bozorida banklar ishtiroki bo'yicha klaster shakllantiring.



TESTLAR

1. Kriptovalyutalarga berilgan to‘g‘ri berilgan tarifni toping.

- a) xavfsizlik uchun kriptografiyadan foydalaniladigan raqamli yoki virtual valyuta hisoblanadi;
- b) Xavfsizlik tizimi yuqori bo‘lmagan elektron pullar hisoblanadi;
- d) Markaziy boshqaruv tizimiga ega bo‘lgan valyutalar;
- e) Barcha javoblar to‘g‘ri.

2. Hech qanday markaziy hokimiyat tomonidan berilmaydigan va uni davlat aralashuvi yoki manipulyatsiyasidan holi hisoblanadigan to‘lov tizimlari -...

- a) kriptovalyutalar;
- b) xorijiy valyutalar;
- d) elektron pullar;
- e) naqd pullar.

3. Kriptovalyuta asosini tashkil etuvchi texnologiyalar nima deb ataladi?

- a) Blokcheyn texnologiyalar;
- b) Birja kompyuterlari;
- d) Valyuta texnologiyalari;
- e) Terminallar.

4. Blokcheyn texnologiyalarning xususiyatlari to‘g‘ri keltirilgan qatorni ko‘rsating.

- a) Markazlashtirilganligi;
- b) Markazlashmaganligi va taqsimlanganligi;
- d) Yagona tizimga egaligi;
- e) Barcha javoblar to‘g‘ri.

5. Bitkoyning narxi baland bo‘lganligi tufayli uni kichik birliklarda ifodalash uchun qanday birlik ishlatiladi?

- a) Bitkoin Cash;
- b) Satoshi;
- d) Cash;

e) One Coin.

6. Bitcoin nechanchi yilda yaratilgan?

- a) 2008-yil;
- b) 2009-yil;
- d) 2010-yil;
- e) 2011-yil.

7. Blokcheyn texnologiyalarni yaratuvchi va ularni yangilab borish bilan shug'ullanuvchilar bu ...

- a) Kreatorlar;
- b) Distribyuterlar;
- d) Kriptograflar;
- e) Maynerlar.

8. Eng birinchi yaratilgan blokcheyn texnologiyalar asosida yaratilgan kriptovalyuta hisoblanadi.

- a) Bitkoyn;
- b) Bitcoin Cash;
- d) Litecoin;
- e) TRON.

9. Yaratilishi mumkin bo'lgan Bitkoynning maksimal miqdori qancha?

- a) 21000000;
- b) 2100000;
- d) 210000;
- e) 2100000000.

10. Blokcheyn texnologiyalarning xususiyati nimada?

- a) Markazlashmaganligida;
- b) Taqsimlanganligida;
- d) Markazlashganida;
- e) A va B javoblar.

XVII BOB. MOLIYA BOZORINI TARTIBGA SOLISH

17.1. Moliya bozorini tartibga solishning zarurligi va nazariy jihatlari

Moliya va uning alohida segmentlari hisoblangan qimmatli qogʻozlar bozori, valyuta bozori, hosilaviy qimmatli qogʻozlar bozori boʻyicha yangiliklar, mish-mishlar, dunyo miqyosida yoki alohida mamlakatdagi siyosiy yoki iqtisodiy holatlarning oʻzgarishi, fors-major holatlari (katastrofalar, avariylar, ob-havo bilan bogʻliq holatlar) moliyaviy intrumentlar bahosida ham oʻz aksini koʻrsatadi. Oʻz navbatida bu jihatlar bozor ishtirokchilari, investorlar, emitentlar moliyaviy holatiga bevosita taʼsir qiladi. Baholardagi bunday keskin reaksiya yuqoridagilardan tashqari qonunchilikka zid xatti-harakatlar, turli koʻrinishdagi moliyaviy firibgarliklar uchun asos hisoblanadi.

Moliya bozoridagi holat nafaqat alohida kompaniya va investorlar, balki yaxlit iqtisodiyot, davlatlar, mintaqalar, butun jahondagi holatga bogʻliq. Moliya bozorlarini qonunchilikka zid xatti-harakatlar va firibgarliklardan himoya qilish masalasi jahon hamjamiyati uchun nihoyatda muhim hisoblanadi. Aynan shuning uchun moliya bozori rivojlangan barcha davlatlarda birinchi navbatda davlat tomonidan tartibga solishni ham oʻz ichiga olgan tartibga solish tizimi shakllangan. Moliya bozorini tartibga solishning eng qatʼiy tizimlaridan biri AQSHda qoʻllaniladi. Mamlakatda moliya bozorida faoliyatning barcha jihatlari barcha detallari bilan qonunchilik asosida tartibga solingan va unga amal qilish boʻyicha qatʼiy nazorat oʻrnatilgan.

Moliya bozorini tartibga solish – moliya bozori barcha ishtirokchilari (banklar, moliyaviy vositachilar, emitentlar, investorlar, qimmatli qogʻozlar bozori professional ishtirokchilari va boshqalar) faoliyatini tartibga solishdir. Unda moliya institutlari faoliyati turli davlat organlari tomonidan tartibga solinishi mavjudligi holatlarida oʻzaro muvofiqlashtirilgan holda tartibga solish amaliyoti qoʻllaniladi.

Moliya bozorini tartibga solishda ichki va tashqi mexanizmlardan keng foydalaniladi.

Ichki tartibga solish ichki me'yoriy hujjatlar (ustav, faoliyatni amalga oshirish qoidalari, faoliyatga doir standartlar, etika qoidalari va boshqalar) asosida moliya bozori ishtirokchilari faoliyati tashkil etilishini nazarda tutadi.

Moliya bozorini tartibga solishning tashqi mexanizmlari sifatida megaregulyator va makroregulyator keng qo'llaniladi. Moliya bozorini megaregulyator orqali tartibga solish xalqaro tashkilotlar tomonidan belgilangan talablar, tamoyillar asosida amalga oshiriladi. Makroregulyator esa bevosita davlat tomonidan tartibga solishni nazarda tutadi va odatda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi belgilanadi. Jamoatchilik tashkilotlari orqali moliya bozorini tartibga solish amaliyoti ham jahon amaliyotida tashqi mexanizm sifatida keng qo'llaniladi.

Moliya bozorlarini tartibga solishning bosh maqsadi bozorning shaffofligi va samaradorligini ta'minlash uchun ishtirokchilar huquqlarini himoya qilishdir. Bunda maqsaddan kelib chiqqan holda belgilanadigan vazifalar quyidagilardan iborat:

- moliya bozori va uning barcha ishtirokchilari samarali ishlashi uchun sharoit yaratish;
- moliya bozoridagi tartibni saqlab turish;
- moliya bozorining barcha ishtirokchilarini alohida shaxslarning firibgarliklaridan, jinoyatlaridan, umumiy holda noqonuniy xatti-harakatlaridan himoya qilish;
- moliya bozorining barcha segmentlarida moliyaviy instrumentlar bo'yicha baholar shakllanishini erkin talab va taklif asosida tashkil etish;
- pul mablag'larini qayta taqsimlash mexanizmi sifatida moliya bozori va uning yangi segmentlari rivojlanishini rag'batlantirish;
- moliya bozori ishtirokchilari zimmasidagi majburiyatlar (masalan, axborotlarni oshkor qilish bo'yicha)ning bajarilishi bo'yicha nazoratni amalga oshirish qilish va boshqalar.

Moliya bozorining regulyativ infratuzilmasi moliya bozorining normal ishlashini ta'minlovchi tizimlardan biridir. Unga quyidagilarni kiritish mumkin:

- tartibga soluvchi organlar (davlat tartibga soluvchi organlari va o'zini o'zi tartibga soladigan tashkilotlar);
- tartibga soluvchi funksiyalar va jarayonlar (registratsiya, litsensiya, attestatsiya, nazorat);
- huquqiy infratuzilma (moliya bozori ishlashi uchun me'yoriy-huquqiy baza);
- moliya bozoridagi kasbiy etika;
- amaliy odatlar va an'analar.

Moliya bozorini tartibga solish davlat va o'zini o'zi tartibga solishga bo'linadi. O'z navbatida qimmatli qog'ozlar bozorini davlat tomonidan tartibga solish to'g'ridan-to'g'ri (ma'muriy) va bilvosita (iqtisodiy) tartibga solishga ajratiladi.

Davlat tomonidan to'g'ridan-to'g'ri (ma'muriy) tartibga solish moliya bozori ishtirokchilariga nisbatan majburiy talablarni belgilash, faoliyat turlarini litsenziyalash (bank faoliyati, qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyat, sug'urta faoliyati, investitsiya fondlari faoliyati va boshqalar), qimmatli qog'ozlarni davlat ro'yxatidan o'tkazish, oshkoralik va bozor ishtirokchilarining o'zaro teng holatda xabardorligini ta'minlash va hokazolar orqali amalga oshiriladi.

Moliya bozorini bilvosita (iqtisodiy) tartibga solish esa byudjet-soliq siyosati, pul-kredit siyosati, xususiyashtirish (davlat mulkini boshqarish) siyosati kabilar vositasida amalga oshiriladi.

Umumiy holda moliya bozorini tartibga solishda davlat quyidagi funksiyalarni bajaradi (17.1-jadval).

17.1-jadval

Moliya bozorini tartibga solishda davlatning funksiyalari

№	Funksiyalar	Funksiyalar tavsifi
1	Strategiyani belgilash	Moliya bozorini rivojlantirish konsepsiyasi uni amalga oshirish dasturlari ishlab chiqiladi
2	Huquqiy tartibga solish	Moliya bozori faoliyati bo'yicha me'yoriy-huquqiy hujjatlar ishlab chiqiladi
3	Ma'muriy funksiya	Moliya bozori ishtirokchilari faoliyati bevosita ma'muriy tartibga solinadi

4	Ragʻbatlantirish	Moliya bozorini rivojlantirish, iqtisodiyot tarmoqlariga boʻsh pul mablagʻlarini jalb qilish maqsadida barcha moliyaviy instrumentlardan foydalanish iqtisodiy dastaklar orqali ragʻbatlantiriladi
5	Nazorat	Moliya bozori ishtirokchilari tomonidan yoʻl qoʻyilishi mumkin boʻlgan huquqbuzarliklarning oldini olinadi
6	Arbitraj	Moliya bozori ishtirokchilari oʻrtasida nizoli vaziyatlar hal qilinadi

Yana shuni ham taʼkidlash kerakki, davlat moliya bozorini tartibga soluvchi institut ekanligidan tashqari moliya bozorining muhim ishtirokchisi hamdir. Bunda davlat qimmatli qogʻozlar emitenti hamda yirik investor sifatida moliya bozori ishtirokchisiga aylanishi mumkin. Shu nuqtai nazardan davlatning oʻzi ham moliya bozorida maʼlum bir majburiyatlarga va huquqlarga ega boʻladi.

Moliya bozorida davlat tomonidan tartibga solishdan tashqari oʻzini oʻzi tartibga solish amaliyoti ham muhim ahamiyatga ega hisoblanadi. Bunda tartibga solish oʻzini oʻzi tartibga soluvchi tashkilotlar tomonidan amalga oshiriladi. Oʻzini oʻzi tartibga soluvchi tashkilotlar sifatida faoliyat turlari boʻyicha moliya bozori ishtirokchilarining ixtiyoriy professional birlashmalari faoliyat koʻrsatadi. Bunday birlashmalar oʻz aʼzolari tomonidan professional faoliyatni amalga oshirishda bajarilishi shart boʻlgan majburiyatlarni, qimmatli qogʻozlar bilan operatsiyalar oʻtkazish boʻyicha standartlarni belgilaydi va ularga amal qilinishini nazorat qilib boradi.

Oʻzini oʻzi tartibga soluvchi tashkilotlar moliya bozori ishtirokchilarining professional faoliyatni amalga oshirishlari uchun sharoitlarni taʼminlash, faoliyatni amalga oshirish qoidalariga amal qilinishi ustidan nazorat qilish, professional ishtirokchilar mijozlari manfaatlarini himoya qilish kabi masalalarni hal qiladi. Buning uchun esa oʻzini oʻzi tartibga soluvchi tashkilotlar davlat tomonidan qabul qilingan meʼyoriy-huquqiy hujjatlarga zid boʻlmagan moliya bozorida professional faoliyatni amalga oshirish boʻyicha standartlar va qoidalarni tasdiqlash huquqiga ega hisoblanadi. Ular tomonidan

tasdiqlangan standartlar va qoidalar a'zolar tomonidan bajarilishi majburiy hisoblanadi.

Jahon amaliyotida o'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar faoliyatining asosi moliya bozorini tartibga solish bo'yicha davlat vakolatlarining bir qismini ularga o'tkazish hisoblanadi. Shundan kelib chiqqan holda o'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar o'z a'zolarining faoliyatini nazorat qilishda, mutaxassislarni o'qitishda va malakasini oshirishda muhim ahamiyat kasb etadi. Bu o'z navbatida moliya bozorini tartibga solish bo'yicha davlat organlari xarajatlarini kamaytirish imkonini beradi, moliya bozorini rivojlantirishda professional ishtirokchilar manfaatdorligini kuchaytiradi, professional faoliyat standartlari va qoidalariga rioya qilish ta'minlanadi.

17.2. Moliya bozorini tartibga solish amaliyoti

Bozor iqtisodiyoti sharoitida davlat tomonidan tartibga solishi moliya bozori amaliyotida ham muhim ahamiyatga ega. Mamlakatlar kesimida moliya bozorini tartibga solishda xilma-xillik kuzatilsada, davlat tomonidan tartibga solish amaliyoti ma'lum darajada umumiylik kasb etadi. Shundan kelib chiqqan holda quyida xalqaro va milliy amaliyotda moliya bozorini tartibga solish amaliyotini ko'rib chiqamiz.

Moliya bozorini tartibga solishda davlat barcha mamlakatlarda hattoki bozor iqtisodiyoti yuqori darajada rivojlangan davlatlarda ham hal qiluvchi ahamiyatga ega. Bunda moliya bozorini tartibga solishda davlatning ishtiroki qonun ijodkorligi faoliyati, me'yoriy-huquqiy tartibga solish, bevosita tartibga solish mexanizmlari hisoblangan faoliyatni litsenziyalash, attestatsiyadan o'tkazish kabi amaliyotlardan foydalanish, qonunchilikka rioya qilinishi bo'yicha nazorat kabilar vositasida amalga oshiriladi.

Moliya bozorining tarkibiy qismi sifatida qimmatli qog'ozlar bozorini davlat tomonidan tartibga solish bo'yicha turli tashkilotlar faoliyat yuritishi asosida mamlakatlarni beshta yirik guruhga ajratish mumkin. Har bir guruh haqida quyida to'xtalib o'tamiz.¹⁰⁹

¹⁰⁹ Закиров Э. Зарубежный опыт регулирования рынка ценных бумаг. //Бизнес-эксперт. Т., 2015, №8.

Birinchi, guruh mamlakatlarida fond bozorini davlat tomonidan tartibga solish organlari bevosita qonunchilik hokimiyatiga yoki davlat yuqori mansabdor shaxslariga bo‘ysunuvchi nisbatan mustaqil institutlardir. Bunga bevosita mamlakat prezidentiga bo‘ysunuvchi AQSH Qimmatli qog‘ozlar va fond birjalari bo‘yicha komissiyasi misol bo‘ladi. Avstraliyada fond bozori faoliyatini tartibga solish Avstraliya Qimmatli qog‘ozlar va investitsiyalar komissiyasi hamda Avstraliya prudensial nazorat kengashi, Polshada Qimmatli qog‘ozlar va birjalar komissiyasi tomonidan amalga oshiriladi. Vengriya moliyaviy nazorat boshqarmasi Vengriyada moliya bozori regulyatori hisoblanadi.

Ikkinchi, guruh mamlakatlarda davlat tartibga solish funksiyalarini moliya vazirliklari bajaradi. Bunda moliya vazirligi tarkibida milliy fond bozorini boshqarishga javobgar maxsus bo‘linmalar belgilanadi. Angliyada moliyaviy xizmatlar va moliya bozori ishtirokchilari tizimi moliya bozori yagona regulyatori – Buyuk Britaniya moliya vazirligi tarkibiga kiruvchi Moliyaviy xizmatlar idorasi nazorat zonasiga kiradi. Bunday holat Shvetsiyada ham mavjud bo‘lib, Shvetsiya moliya vazirligi huzuridagi mustaqil agentlik sifatida faoliyat ko‘rsatuvchi Davlat moliya inspeksiyasi moliya bozorini tartibga solishni amalga oshiradi. Niderlandiyada fond bozorini tartibga solish funksiyalari Moliya bozori boshqarmasiga yuklatilgan.

Uchinchi, guruh mamlakatlarda fond bozorini tartibga solish bilan markaziy banklar shug‘ullanadi. Niderlandiyada Moliya bozori boshqarmasi fond bozorida professional faoliyat ustidan bevosita nazoratni amalga oshiradi. Umumiy holda mamlakat moliya bozorining barcha sektorlarini nazorat qilish Niderlandiya Markaziy banki vakolatlariga kiradi. Rossiya Federatsiyasida yaqin vaqtlargacha fond bozorini federal tartibga solish Moliya bozori federal xizmati va boshqa davlat organlari tomonidan amalga oshirilardi, lekin 2013 yil 1 sentyabrdan bunday tuzilma bartaraf etilib, ularning funksiyalari moliya bozorining yagona megaregulyatoriga o‘tkazilgan. Rossiyada megaregulyator rolini bajarish Rossiya bankiga yuklatildi.

To‘rtinchi, guruh mamlakatlarda fond bozorini tartibga solish bo‘yicha nazorat va boshqa funksiyalar tartibga soluvchi yagona organdan tashqari mahalliy hokimiyat organlari maxsus bo‘linmalariga ham yuklatilgan. Bunday amaliyot Germaniyada qo‘llaniladi.

**Xorijiy mamlakatlarda qimmatli qog'ozlar bozorini
tartibga solish organlari¹¹⁰**

Davlat nomi, vakolatli davlat organi / megaregulyator mavjudligi	Asosiy funksiyalari
AQSH , Qimmatli qog'ozlar va fond birjalari bo'yicha komissiya/ megaregulyator mavjud emas	<ul style="list-style-type: none"> - brokerlik firmalarini ro'yxatdan o'tkazish va ular faoliyati ustidan nazorat qilish - fond bozorida huquqbuzarliklarni aniqlash va sanksiyalar qo'llash - qo'shib olishlar ustidan nazorat qilish -qimmatli qog'ozlar chiqarilishi va savdosini tartibga solish -investorlar manfaatlarini himoyalash -birjalar, brokerlar va dilerlar, investitsiya maslahatchilari, investitsiya fondlari va boshqalar faoliyatini tartibga solish -axborotlar oshkor qilinishi ta'minlanishi nazorati
Buyuk Britaniya , Moliyaviy xizmatlar bo'yicha idora/ megaregulyator amal qiladi	<ul style="list-style-type: none"> -moliya bozori ishtirokchilarini litsenziyalash -iqtisodiy xavfsizlikni ta'minlovchi normativlar kiritish va qo'llash -moliya bozori ishtirokchilari faoliyati nazorati va doimiy monitoringi -litsenziyalangan muassasalar haqida ma'lumotlar bazasini yuritish -investitsiyalashning qulay mexanizmlari xususida investorlarni xabardor qilish -investorlar uchun kompensatsiya mexanizmlarini yaratish
Germaniya , Moliya bozorini tartibga solish bo'yicha Federal xizmat / megaregulyator amal qiladi	<ul style="list-style-type: none"> -moliyaviy xizmatlar bozorida faoliyatni litsenziyalash -litsenziyalarni to'xtatib turish yoki chaqirib olish -moliyaviy tashkilotlar faoliyati ustidan nazorat

¹⁰ Закиров Э. Зарубежный опыт регулирования рынка ценных бумаг // Бизнес-эксперт. Т., 2015, №8.

	<ul style="list-style-type: none"> -moliyaviy tashkilotlar to'lovga layoqatliligini tekshirish - moliyaviy tashkilotlar moliyaviy holatini tahlil qilish -korporativ boshqaruv professionalizmini baholash -insayderlik bitimi va manipulyatsiyasiga yo'l qo'ymaslik
<p>Janubiy Koreya, Moliyaviy xizmatlar bo'yicha komissiya / megaregulyator amal qiladi</p>	<ul style="list-style-type: none"> - qonunchilik hujjatlarini ishlab chiqish va takomillashtirish -fond bozorida axborotlar ochiqligini ta'minlash - QQB ishtirokchilari mutaxassislari attestatsiyasi -QQB professional ishtirokchilarini litsenziyalash - brokerlik firmalarini ro'yxatdan o'tkazish va ular faoliyati ustidan nazorat qilish - fond bozorida huquqbuzarliklarni aniqlash va sanksiyalar qo'llash
<p>Rossiya Federatsiyasi, Rossiya Banki / megaregulyator amal qiladi</p>	<ul style="list-style-type: none"> -qimmatli qog'ozlar emissiya risolasi registratsiyasi -QQB emitentlari, professional ishtirokchilari nazorati -qonunchilik hujjatlarini ishlab chiqish va takomillashtirish -fond bozorida axborotlar oshkor qilinishini ta'minlash -QQB ishtirokchilari mutaxassislari attestatsiyasi - QQB professional ishtirokchilarini litsenziyalash -O'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlarni litsenziyalash
<p>Qozog'iston, Moliya bozori va moliyaviy tashkilotlarni nazorat qilish qo'mitasi / megaregulyator amal qiladi</p>	<ul style="list-style-type: none"> -davlat tomonidan tartibga solish masalalari bo'yicha me'yoriy-huquqiy hujjatlarni ishlab chiqish -nodavlat qimmatli qog'ozlar chiqarish, muomalasi va qoplash tartibi va shartlarini belgilash va ularni davlat ro'yxatidan o'tkazish -faoliyat turlari bo'yicha lisenziyalar berish, litsenziyani to'xtatib turish, qayta yangilash va mahrum qilish -markaziy depozitariy, yagona registrator va litsenziat rahbar xodimlariga nomzodlar belgilash

Beshinchi, guruh mamlakatlarda fond bozorini tartibga solish bilan bir vaqtning o'zida bozorning alohida segmentlariga ixtisoslashgan bir necha organlar shug'ullanadi. Bunday amaliyot asosan fond bozorida tijorat banklari faol ishlaydigan mamlakatlarda, masalan Fransiyada rivojlangan.

Fond bozorini tartibga solishning shakllari va metodlari xilma-xilligidan kelib chiqqan holda uzoq va yaqin xorijiy mamlakatlar misolida ko'rib chiqish maqsadga muvofiq. Qimmatli qog'ozlar bozorini boshqarishga nisbatan umumiy yondashuvlarning ko'pligiga qaramasdan har bir mamlakatda fond bozorini davlat tomonidan tartibga solish institutlarining shakllanishi va rivojlanishi o'z xususiyatlariga ega.

O'zbekistonda moliya bozorini tartibga solish faoliyat sohalaridan kelib chiqqan holda turli tashkilotlar tomonidan tartibga solinadi. Xususan, qimmatli qog'ozlar bozori ishtirokchilari faoliyatini tartibga solish Davlat raqobat qo'mitasi huzuridagi qimmatli qog'ozlar bozorini muvofiqlashtirish va rivojlantirish markazi, shuningdek Moliya vazirligi tizimidagi Moliya bozori va davlat aktivlari bo'yicha daromadlar tushumini nazorat qilish boshqarmasi tomonidan amalga oshiriladi. Sug'urta kompaniyalari faoliyati esa Moliya vazirligi tizimidagi Sug'urta nazorati davlat inspeksiyasi tomonidan, tijorat banklari, mikro kredit tashkilotlari va lombardlar esa Markaziy bank tomonidan nazorat qilinadi va tartibga solinadi.

Umumiy holda yagona muvofiqlashtiruvchi organ mavjud emasligi sababli mamlakatimizda ham ayni paytda markazlashgan tartibda megaregulyator orqali tartibga solish amaliyotini joriy etish masalasi ko'rib chiqilmoqda. Chunki oxirgi 20-25 yil davomida xorijiy mamlakatlarda yagona muvofiqlashtiruvchi organ orqali moliya bozorini tartibga solish masalasiga alohida e'tibor qaratilmoqda. Bunday amaliyot qimmatli qog'ozlar, moliya, sug'urta va mikromoliyalash xizmatlari bozorida raqobat muhitini yaratish, monopoliyalarni cheklash, ehtimoliy spekulyatsiyalarning oldini olishda muhim ahamiyat kasb etadi.

AMALIYOT DARSU UCHUN TOPSHIRIQLAR

1. Quyidagi nazorat savollari bo'yicha qisqacha izoh yozing.

1. Moliya bozorini tartibga solishga obyektiv zaruratni qanday izohlaysiz?
2. Moliya bozorini tartibga solish usullari.
3. Moliya bozorida o'zini o'zi tartibga solish.
4. Moliya bozorini davlat tomonidan tartibga solish.
5. Moliya bozorini tartibga solishda davlatning funksiyalari.
6. Mamlakatimizda moliya bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organlari.
7. Moliya bozorini tartibga solishda megaregulyator qo'llanilishi.
8. Moliya bozorini tartibga solish bo'yicha AQSH, Buyuk Britaniya va Germaniya tajribalari.

2. Moliya bozorini davlat tomonidan tartibga solish va o'zini o'zi tartibga solish amaliyotidagi o'zaro farqli jihatlar hamda umumiy xususiyatlar bo'yicha quyidagi jadvalni to'ldiring.

Davlat tomonidan tartibga solish	Umumiy xususiyatlar	O'zini o'zi tartibga solish
1	1	1
2	2	2
3	3	3
...

3. Moliya bozorini tartibga solishda davlatning funksiyalari bo'yicha mos tavsif javoblarni belgilang.

№	Funksiyalar	Funksiyalar tavsifi
1	Strategiyani belgilash	Moliya bozori ishtirokchilari tomonidan yo'l qo'yilishi mumkin bo'lgan huquqbuzarliklarning oldini olinadi
2	Huquqiy tartibga solish	Moliya bozorini rivojlantirish konsepsiyasi uni amalga oshirish dasturlari ishlab chiqiladi
3	Ma'muriy funksiya	Moliya bozori ishtirokchilari o'rtasida nizoli vaziyatlar hal qilinadi

4	Rag'batlantirish	Moliya bozorini rivojlantirish, iqtisodiyot tarmoqlariga bo'sh pul mablag'larini jalb qilish maqsadida barcha moliyaviy instrumentlardan foydalanish iqtisodiy dastaklar orqali rag'batlantiriladi
5	Nazorat	Moliya bozori ishtirokchilari faoliyati bevosita ma'muriy tartibga solinadi
6	Arbitraj	Moliya bozori faoliyati bo'yicha me'yoriy-huquqiy hujjatlar ishlab chiqiladi

TESTLAR

1. Moliya bozorini tartibga solishda davlatning rivojlantirish konsepsiyasi, uni amalga oshirish dasturlari ishlab chiqilishi bilan bog'liq funksiyasi ...

- a) strategiyani belgilash funksiyasi;
- b) ma'muriy funksiya;
- d) rag'batlantirish funksiyasi;
- e) nazorat funksiyasi.

2. Moliya bozorini tartibga solishda davlatning arbitraj funksiyasida – ...

- a) moliya bozori ishtirokchilari o'rtasida nizoli vaziyatlar hal qilinadi;
- b) moliya bozori faoliyati bo'yicha me'yoriy-huquqiy hujjatlar ishlab chiqiladi;
- d) moliya bozori ishtirokchilari faoliyati bevosita ma'muriy tartibga solinadi;
- e) moliya bozori ishtirokchilari tomonidan yo'l qo'yilishi mumkin bo'lgan huquqbuzarliklarning oldini olinadi.

3. Moliya bozorini tartibga solishda tashqi mexanizmlar sifatida nimalar qo'llaniladi?

- a) megaregulyator va makroregulyator;
- b) ichki me'yoriy hujjatlar;
- d) ustav, faoliyatni amalga oshirish qoidalari;
- e) faoliyatga doir standartlar, etika qoidalari.

4. Moliya bozorini xalqaro tashkilotlar tomonidan belgilangan talablar, tamoyillar asosida tartibga solish amaliyoti - ...

- a) megaregulyator orqali tartibga solish;
- b) makroregulyator orqali tartibga solish;
- d) faoliyatni amalga oshirish qoidalari belgilash;
- e) faoliyatga doir standartlar, etika qoidalari orqali tartibga solish.

5. Moliya bozorini tartibga solishda makroregulyator orqali tartibga solish amaliyotida - ...

- a) bevosita davlat tomonidan tartibga solishni nazarda tutadi va odatda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi belgilanadigan;
- b) o'zaro muvofiqlashtirilgan holda tartibga solish amaliyoti qo'llaniladi;
- d) moliya bozori ishtirokchilari faoliyati tashkil etilishini nazarda tutadi;
- e) ichki tartibga solish ichki me'yoriy hujjatlar asosida.

6. Moliya bozorining regulyativ infratuzilmasi – bu ...

- a) moliya bozorining normal ishlashini ta'minlovchi tizimlardan biridir;
- b) pul mablag'larini qayta taqsimlash mexanizmi;
- d) moliya bozoridagi tartibni saqlab turish;
- e) moliya bozori ishtirokchilari zimmasidagi majburiyatlar.

7. AQSHda qimmatli qog'ozlar bozorini qaysi organ tartibga soladi?

- a) qimmatli qog'ozlar va fond birjalari bo'yicha komissiya;
- b) moliyaviy xizmatlar bo'yicha idora;
- d) moliya bozorini tartibga solish bo'yicha Federal xizmat;
- e) moliyaviy xizmatlar bo'yicha komissiya.

8. Buyuk Britaniyada qimmatli qog'ozlar bozorini qaysi organ tartibga soladi?

- a) qimmatli qog'ozlar va fond birjalari bo'yicha komissiya;
- b) moliyaviy xizmatlar bo'yicha idora;

- d) moliya bozorini tartibga solish bo'yicha Federal xizmat;
- e) moliyaviy xizmatlar bo'yicha komissiya.

9. Germaniyada qimmatli qog'ozlar bozorini qaysi organ tartibga soladi?

- a) qimmatli qog'ozlar va fond birjalari bo'yicha komissiya;
- b) moliyaviy xizmatlar bo'yicha idora;
- d) moliya bozorini tartibga solish bo'yicha Federal xizmat;
- e) moliyaviy xizmatlar bo'yicha komissiya.

10. Quyidagi davlatlarning qaysi birida moliya bozorini tartibga solishda megaregulyator mavjud emas?

- a) AQSH;
- b) Germaniya;
- d) Buyuk Britaniya;
- e) Janubiy Koreya.

MOLIYA BOZORI

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. O'zbekiston Respublikasi "Banklar va bank faoliyati to'g'risida"gi qonuni
2. O'zbekiston Respublikasi "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi Qonuni,
3. O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonuni,
4. "O'zbekiston Respublikasi Qonuni "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi. 3-modda.
5. "O'zbekiston Respublikasining Markaziy banki to'g'risida"gi qonuni, 25-modda.
6. Frederick S. Mishkin, Kent Matthews and Massimo Giuliadori. The economics of money, banking and financial markets. UK. Pearson, 2013, P. 3.
7. Frederic S. Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. – USA. Prentice Hall, 2012. – P 2.
8. Roy A.D. Safety First and the Holding of Assets. *Econometrica*, 20(3):431–449, 1952.
9. Graham B. The intelligent investor. Harper Collins, 2003.
10. Crouhu M., Galai D., Mark R. Risk management. – N.Y.: McGraw Hill, 2001
11. Bernoulli D. Exposition of a new theory on the measurement of risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pages 23–36, 1954.
12. F.A. Sortino and L.N. Price. Performance measurement in a downside risk framework. *Journal of investing*, (FALL 1994), 1994.
13. F.H. Knight. Risk, uncertainty and profit. Houghton Mifflin Company, 1921.
14. Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall, 2012. P. 255
15. Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. – 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 496.

16. G. Hübner. The generalized Treynor ratio. *Review of Finance*, 9(3):415–435, 2005.
17. G. Szego. Measures of risk. *European Journal of Operational Research*, 163(1):5–19, 2005.
18. H. Markowitz. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1):77–91, 1952.
19. H.M. Markowitz. Foundations of portfolio theory. *Journal of Finance*. 1991. P.469–477.
20. H.M. Markowitz. Portfolio selection: efficient diversification of investmens. Blackwell Publishing, 1991.
21. <https://big4auditorcarousel.wordpress.com/category/audit-fees/>
22. <https://www.babypips.com/learn/forex/make-money-trading-forex>
23. <https://www.bankrate.com/rates/interest-rates/treasury.aspx>
24. <https://www.bbva.com/en/foreign-currency-market-work/>
25. <https://www.instaforex.com/oz/gold>
26. <https://www.statista.com/statistics/264661/domestic-market-capitalization-worldwide-top-10/>
27. Indicators of financial stability. *Compilation Guide* – Washington, DC, USA: International Monetary Fund, 2007.
28. Irving Fisher. *The Nature of Capital and Income*. Macmillan, 1906.
29. J. Danielsson, H.S. Shin, and J.P. Zigrand. The impact of risk regulation on price dynamics. *Journal of Banking and Finance*, 2004.
30. J. Hull. *Options, futures and other derivatives*. Prentice Hall, 2000.
31. K. Dowd. *An Introduction to Market Risk Measurement*. J. Wiley Hoboken, NJ, 2002.
32. L.A. Stout. Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives. *Duke Law Journal*, 48(4): 1999. P. 701–786.
33. M. Musiela and M. Rutkowski. *Martingale Methods In Financial Modelling*. Springer, 2005.
34. M. Rubinstein. Markowitz’s “Portfolio Selection”: A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance*, 57(3), 2002. P. 1041–1045.

35. M. Rubinstein. Markowitz's "Portfolio Selection": A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance*, 57(3), 2002. P. 1041–1045.
36. M.H. Kabir and M.K. Hassan. The Near-Collapse of LTCM, US Financial Stock Returns, and the Fed. *Journal of Banking and Finance*, 29(2):441–460, 2005.
37. Nicolas Blancher, Srobona Mitra, Hanan Morsy, Akira Otani, Tiago Severo, and Laura Valderrama. Systemic Risk Monitoring (SysMo) Toolkit – A User Guide. IMF Working paper, July 2013.
38. P. Glasserman. Monte Carlo Methods in Financial Engineering. Springer, 2004.
39. 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; Sharp U., Aleksander G., Beyli Dj. Investitsii: Per. s angl.-M.: Infra M, 1999.-ss.579-580. \
40. R.G. Hagstrom. *The Warren Buffett Way*. Wiley, 2005.
41. R.T. Rockafellar and S. Uryasev. Optimization of conditional value-at-risk. *Journal of Risk*, 2(3):21–41, 2000.
42. Solnsev O.G., Pestova A.A., Mamonov M.E., Magomedova Z.M. Experience in Developing Early Warning System for Financial Crisis and the Outlook for the Banking Sector in Russia in 2012. // *Journal of the New Economic Association*, № 12, 2011], URL: <http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analitics/EcoAs/CMASF12-2011.pdf>
43. Tobin. Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, pages 65–86, 1958.
44. W. Jiang. A nonparametric test of market timing. *Journal of Empirical Finance*, 10(4):399–425, 2003.
45. W.F. Sharpe. Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1):119–138, 1966.
46. *Weber E.J.* A Short History of Derivative Markets. University of Western Australia, 2008. r.6 URL: http://www.uwa.edu.au/__data/assets/pdf_file/0003/94260/08_10_Weber.pdf.

47. Alimardonov E. va boshq. Global moliyaviy-iqtisodiy inqiroz sharoitida moliya bozori barqarorligini ta'minlash: nazariy-konseptual va amaliy jihatlar. Monografiya. – T.: Akademnashr, 2012. B. 132.

48. Burenin A. N. Rinok sennix bumag i proizvodnix finansovix instrumentov: Uchebnoye posobiye. – M.: 1 Federativnaya Knigotorgovaya Kompaniya, 1998. –166,167 s.

49. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. 172 с.

50. Гусева И.А. Финансовые рынки и институты. М.: Юрайт, 2018. С. 105.

51. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. М.: ИНФРА–М, 1996. С.101,102.

52. Деривативи. (Серия “Реутерс для финансистов”)/Пер.с англ. М.: Алпина Паблишер, 2002. 17 с.

53. Долан Е.Дж., Кемпбелл К.Д. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. М. ; СПб., 1993. С. 15.

54. Закиров Е. Зарубежный опыт регулирования рынка ценных бумаг. //Бизнес-эксперт. Т., 2015, №8.

55. Косарева Н.Б. Основы ипотечного кредитования. М.: ИНФРА-М, 2007. С.5.

56. Qo‘shimcha ma’lumot uchun: R. Cont and P. Tankov. Financial Modelling with Jump Processes. CRC Press, 2004.

57. Monetar siyosatning 2018 - yil uchun asosiy yo‘nalishlari. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy Banki, 2017-yil

58. Sattarov B.K. O‘zbekistonda ipoteka qimmatli qog‘ozlari bozorini shakllantirish yo‘llari. I.f.n. ilmiy darajasini olish taqdim etilgan diss.avtoreferati. Toshkent – 2012. – B. 8.

59. Uilyam Sharpning ramiy veb sahifasi:

www.stanford.edu/wfsharpe/

GLOSSARIY

O'ZBEK TILIDA	INGLIZ TILIDA	MAZMUN-MOHİYATI TALQINI
Aksiya	Equity	– o‘z egasining Aksiyadorlik jamiyati foydasining bir qismini dividendlar tarzida olishga, Aksiyadorlik jamiyatini boshqarishda ishtirok etishga va u tugatilganidan keyin qoladigan mol-mulkning bir qismiga bo‘lgan huquqini tasdiqlovchi, amal qilish muddati belgilanmagan egasining nomi yozilgan emissiyaviy qimmatli qog‘oz;
Axborotni oshkor qilish	Disclosure of information	– qimmatli qog‘ozlar bozorida manfaatdor shaxslarning axborotni olish maqsadidan qat‘iy nazar, axborotdan uning topilishi va olinishini kafolatlaydigan shakllarda foydalanishini ta‘minlash;
Veksel	Bill	– veksel beruvchining yoki vekselda ko‘rsatilgan boshqa to‘lovchining vekselda nazarda tutilgan muddat kelganda veksel egasiga muayyan summani to‘lashga doir shartsiz majburiyatini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog‘oz;
Davlat qimmatli qog‘ozlari	Government securities	– O‘zbekiston Respublikasining g‘azna majburiyatlari va O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi vakolat bergan organ tomonidan chiqarilgan obligatsiyalar, shuningdek O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining obligatsiyalari;
depo hisob-varag‘i	securities account	– deponentning qimmatli qog‘ozlarini saqlash va qimmatli qog‘ozlarga bo‘lgan huquqlarni hisobga olish uchun mo‘ljallangan depozitariyning hisobga olish registrlaridagi yozuvlar yig‘indisi;
depo hisob-varag‘idan ko‘chirma	The custody account statement	– deponentning qimmatli qog‘ozlarga bo‘lgan huquqlarini tasdiqlaydigan, depozitariy tomonidan beriladigan hujjat;
depozitar operatsiyalar	depository operations	– hisobga olish registrlarida depozitariylar tomonidan depozitar operatsiyalar standartlariga muvofiq bajariladigan operatsiyalar;
depozit sertifikati	certificate of deposit	– bankka qo‘yilgan omonat summasini va omonatchining (sertifikat saqlovchining) omonat summasini hamda sertifikatda shartlashilgan foizlarni sertifikatni bergan bankdan yoki shu bankning istalgan filialidan belgilangan muddat tugaganidan keyin olish huquqini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog‘oz;

Depozitariyning hisobga olish registrlari	The depository registers	– depozitariyda qimmatli qog‘ozlarni saqlash va qimmatli qog‘ozlarga bo‘lgan huquqlarni hisobga olish bo‘yicha depozitar operatsiyalar standartlari bilan belgilangan yozuvlar tizimi;
Deponent	The depositor	– depozitariyda depo hisobvarag‘iga ega bo‘lgan shaxs;
Investitsiya aktivlari	investment assets	– qimmatli qog‘ozlar, pul mablag‘lari va qonun hujjatlariga muvofiq investitsiya aktivlari deb e‘tirof etiladigan boshqa mol-mulk;
Investor	Investor	– qimmatli qog‘ozlarni o‘z nomidan va o‘z hisobidan oluvchi yuridik yoki jismoniy shaxs;
Korporativ obligatsiyalar	corporate bonds	– ochiq Aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan chiqariladigan obligatsiyalar;
noemissiyaviy qimmatli qog‘ozlar	non-equity securities	– ushbu Qonunga muvofiq emissiyaviy qimmatli qog‘ozlar tushunchasiga oid bo‘lmagan qimmatli qog‘ozlar;
Obligatsiya	Bond	– obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda tutilgan muddatda olishga, obligatsiyaning nominal qiymatidan qayd etilgan foizni olishga bo‘lgan huquqini yoxud boshqa mulkiy huquqlarini tasdiqlovchi emissiyaviy qimmatli qog‘oz;
taqdim etuvchiga tegishli qimmatli qog‘ozlar	Bearer securities	– qimmatli qog‘ozlarni taqdim etishning o‘zi mulkiy huquqlarni realizatsiya qilish uchun kifoya qiladigan qimmatli qog‘ozlar;
fond birjasi	Stock Exchange	– ochiq va oshkora birja savdolarini oldindan belgilangan vaqtda va belgilangan joyda o‘rnatilgan qoidalar asosida tashkil etish hamda o‘tkazish orqali faqat qimmatli qog‘ozlar savdosi uchun sharoitlar yaratuvchi yuridik shaxs;
egasining nomi yozilgan qimmatli qog‘ozlar	the name of the owner of the securities	– mulkiy huquqlarning realizatsiya qilinishi o‘z egasining ro‘yxatdan o‘tkazilishini talab etadigan qimmatli qog‘ozlar;
Emissiyaviy qimmatli qog‘ozlar	issue of securities	– bitta chiqarilishi doirasida bir xil belgilar va rekvizitlarga ega bo‘lgan, mazkur chiqarilish uchun yagona shartlar asosida joylashtiriladigan hamda muomalada bo‘ladigan qimmatli qog‘ozlar;

Emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqarilishlarining yagona davlat reyestri emitent	Safeguarding of the Unified State Register	– ro'yxatdan o'tkazilgan emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqarilishlarining ro'yxati;
Emitentning opsiioni	the issuer the issuer's option	– emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqaruvchi va ular yuzasidan qimmatli qog'ozlarning egalari oldida majburiyatlari bo'lgan yuridik shaxs; – emitentning muayyan miqdordagi qimmatli qog'ozlarini opsiyonda ko'rsatilgan muddatda qat'iy belgilangan narxda sotib olish huquqini tasdiqlovchi emissiyaviy qimmatli qog'oz;
O'zbekiston Respublikasining g'azna majburiyatlari qimmatli qog'ozlar	Debt obligations of the Republic of Uzbekistan	– emissiyaviy qimmatli qog'ozlar egalari O'zbekiston Respublikasining Davlat byudjetiga pul mablag'lari kiritganliklarini tasdiqlovchi va bu qimmatli qog'ozlarga egalik qilishning butun muddati mobaynida qat'iy belgilangan daromad olish huquqini beruvchi emissiyaviy qimmatli qog'ozlar;
qimmatli qog'ozlar bozori	Securities securities market	– hujjatlar bo'lib, ular bu hujjatlarni chiqargan yuridik shaxs bilan ularning egasi o'rtasidagi mulkiy huquqlarni yoki qarz munosabatlarini tasdiqlaydi, dividendlar yoki foizlar tarzida daromad to'lashni hamda ushbu hujjatlardan kelib chiqadigan huquqlarni boshqa shaxslarga o'tkazish imkoniyatini nazarda tutadi. Qimmatli qog'ozlarning qiymati O'zbekiston Respublikasi milliy valyutasida ifodalanadi;
qimmatli qog'ozlar bozori ishtirokchilari	The participans of the securities market	– yuridik va jismoniy shaxslarning qimmatli qog'ozlarni chiqarish, joylashtirish va ularning muomalasi bilan bog'liq munosabatlari tizimi; – qimmatli qog'ozlar emitentlari, qimmatli qog'ozlarning egalari, investorlar, qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchilari, shuningdek qonun hujjatlarida belgilangan tartibda birjalar;
qimmatli qog'ozlar bozorining professional ishtirokchisi	Professional securities market participant	– qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyatni amalga oshiruvchi yuridik shaxs;

qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchisining mijozi (mijoz)	Professional securities market participant (client)	– deponent yoki qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchisining xizmatlaridan foydalanuvchi boshqa shaxs;
qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyat	Professional activities in the securities market	– qimmatli qog'ozlarni chiqarish, joylashtirish va ularning muomalasi bilan bog'liq xizmatlar ko'rsatish bo'yicha litsenziyalanadigan faoliyat turi;
qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar	securities transactions	– qimmatli qog'ozlar oldi-sotdisi, ularni hadya qilish, meros qilib olish, ularni ustav fondiga kiritish va qimmatli qog'ozlarning egasi almashuviga olib keladigan boshqa aktlar, shuningdek qimmatli qog'ozlar garovi;
qimmatli qog'ozlarga doir fyuchers	The futures on securities	– o'zida nazarda tutilgan muddatda muayyan miqdordagi qimmatli qog'ozlarni qat'iy belgilangan narxda sotib olish yoki sotish majburiyatini tasdiqlovchi emissiyaviy qimmatli qog'oz;
qimmatli qog'ozlarni joylashtirish	The placement of securities	– qimmatli qog'ozlarni bitimlar tuzish orqali ularning dastlabki egalariga berish;
Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi	The central securities depository	– depozitariylarda depo hisobvaraqlari bo'yicha emissiyaviy qimmatli qog'ozlarni saqlash, bunday qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olish va emissiyaviy qimmatli qog'ozlar harakati yagona tizimini ta'minlovchi davlat depozitariysi;
qimmatli qog'ozlarning muomalasi	circulation of securities	– qimmatli qog'ozlarni sotib olish va sotish, shuningdek qonun hujjatlarida nazarda tutilgan, qimmatli qog'ozlarning egasi almashuviga olib keladigan boshqa harakatlar;
qimmatli qog'ozlarni nominal saqlovchi	The nominal holder of securities	– qimmatli qog'ozlar egalarining reyestrda ro'yxatdan o'tkazilgan, qimmatli qog'ozlarning egasi bo'lmagan holda boshqa shaxsning (qimmatli qog'ozlar egasining yoki u vakil qilgan shaxsning) topshirig'iga binoan qimmatli qog'ozlarni saqlash, hisobga olish va ularga bo'lgan huquqlarni tasdiqlashni amalga oshiruvchi depozitariy;
qimmatli qog'ozlarni chiqarish	securities	– yuridik shaxsning fuqarolik huquqlarining obykti sifatida qimmatli qog'ozlar paydo bo'lishiga qaratilgan harakatlari;

qimmatli qog'ozlar egasi	the owner of the securities	– qimmatli qog'ozlar o'ziga mulk huquqi yoki boshqa ashyoviy huquq asosida tegishli bo'lgan yuridik yoki jismoniy shaxs;
qimmatli qog'ozlar egalari reyestri	The register of securities holders	– ro'yxatdan o'tkazilgan qimmatli qog'ozlar egalari belgilangan sanadagi holatga ko'ra shakllantirilgan, ularga qarashli egasining nomi yozilgan qimmatli qog'ozlarning nomi, miqdori, nominal qiymati va toifasi, shuningdek reyestrda ro'yxatdan o'tkazilgan shaxslarga axborotni yuborish imkoniyatini beradigan ma'lumotlar ko'rsatilgan ro'yxati;
qimmatli qog'ozlar emissiyasi	The issue of securities	– emissiyaviy qimmatli qog'ozlarni chiqarish va joylashtirish;
qimmatli qog'ozlar emissiya risolasi	The securities prospectus	– emitent va u chiqaradigan qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi ma'lumotlarni, shuningdek investorning qimmatli qog'ozlar olish to'g'risidagi qaroriga ta'sir ko'rsatishi mumkin bo'lgan boshqa axborotni aks ettiruvchi hujjat;
qimmatli qog'ozlar-ning hosilalari	derivative securities	– o'z egalari boshqa qimmatli qog'ozlarga nisbatan huquqlarini yoki majburiyatlarini tasdiqlovchi va yuridik shaxslar tomonidan emitentning opsiyonlari, qimmatli qog'ozlarga doir fyucherslar va boshqa moliyaviy vositalar tarzida chiqariladigan qimmatli qog'ozlar.

M U N D A R I J A

KIRISH	3
I bob. MOLIYA BOZORINING NAZARIY ASOSLARI	5
1.1. Moliya bozorining iqtisodiy mohiyati, ahamiyatli jihatlarini, tarkibiy qismlari	5
1.2. Moliya bozori modellari.....	9
II bob. PUL BOZORI	17
2.1. Pul bozorining iqtisodiy mohiyati, vujudga kelishi va qoʻllanish xususiyatlari	17
2.2. Pul bozori ishtirokchilari	18
2.3. Pul bozori instrumentlari.....	21
III bob. OBLIGATSIYALAR BOZORI	29
3.1. Obligatsiyalar muomalasi nazariy jihatlarini	29
3.2. Obligatsiyalar qiymati va daromadlilikini baholash	34
IV bob. AKSIYALAR BOZORI	46
4.1. Aksiyalarning qoʻllanishi va aksiyalar bozori oʻziga xos xususiyatlari	46
4.2. Aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholash	54
V bob. HOSILAVIY QIMMATLI QOGʻOZLAR BOZORI	70
5.1. Hosilaviy qimmatli qogʻozlarning iqtisodiy mohiyati va ularning oʻziga xos xususiyatlari	70
5.2. Hosilaviy qimmatli qogʻozlarning rivojlanish tarixi	73
5.3. Forvard shartnomalarining mohiyati va ularda aktivlarning forvard narxini aniqlash usullari	77
5.4. Fyuchers shartnomalarining mohiyati va ularning oʻziga xos jihatlarini	82
5.5. Opcionlar mohiyati va qoʻllanilishi.....	85
5.6. Svoplar va ularning qiymatini baholash	94

VI bob. IPOTEKA QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORI	102
6.1. Ipoteka bozori faoliyatining nazariy jihatlarini.....	102
6.2. Ipoteka bozori modellari va qo‘llanish xususiyatlari .	105
6.3. Mamlakatimizda ipoteka bozori amaldagi holati.....	107
VII bob. XORIJIY VALYUTA BOZORI.....	114
7.1. Xorijiy valyutalar bozori tashkiliy jihatlarini.....	114
7.2. Valyuta bozorida savdoni amalga oshirish tartibi.....	117
VIII bob. XALQARO QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORI... 	125
8.1. Xalqaro qimmatli qog‘ozlar bozori iqtisodiy mohiyati, qo‘llanish xususiyatlari va turlari	125
8.2. Xalqaro obligatsiyalar va ular muomalasini tashkil etish.....	127
8.3. Xalqaro aksiyalar va ular muomalasini tashkil etish	130
IX bob. QIMMATBAHO METALLAR BOZORI.....	140
9.1. Qimmatbaho metallar bozori xususiyatlari, ishtirokchilari	140
9.2. Oltin bozori amal qilish mexanizmi	142
X bob. MOLIYA BOZORI TAHLILI.....	155
10.1. Moliya bozori tahlilining tashkiliy xususiyatlari	155
10.2. Fundamental tahlil	156
10.3. Moliya bozori texnik tahlili.....	161
10.4. Trend turlari va shakllari.....	166
10.5. Yapon shamlari turlari va modellari.....	168
XI bob. MOLIYA BOZORI RISKLARI VA PORTFELNI BOSHQARISH.....	177
11.1. Moliya bozori risklari: mohiyati, asosiy turlari va baholash usullari	177
11.2. Portfel nazariyasi: Markovisgacha va undan keyingi baholash usullari	186

XII bob. FOND BIRJALARI VA FOND BOZORI

ISHTIROKCHILARI 199

- 12.1. Fond birjasi funksiyalari va tashkiliy tuzilmasi199
- 12.2. Fond birjasi infratuzilmasi va birja savdolari qatnashchilari203
- 12.3. Fond birja savdolari mexanizmi.
Birja auksioni turlari.....212

XIII bob. MOLIYA BOZORIDA BANKLAR VA NOBANK

KREDIT INSTITUTLARI 222

- 13.1. Moliya bozorida banklarning ishtiroki222
- 13.2. Aksiyadorik tijorat banklari aksiyalar emitenti sifatida225

XIV bob. INVESTITSIYA VA PAY FONDLARI 232

- 14.1. Investitsiya fondlarining iqtisodiy mohiyati, paydo bo'lishi va ahamiyatli jihatlari232
- 14.2. O'zbekistonda investitsiya va pay fondlari faoliyat mexanizmi.....235
- 14.3. Pay fondlari faoliyat mexanizmi238

XV bob. MOLIYA BOZORIDA SUVEREN FONDLAR..... 248

- 15.1. Iqtisodiy taraqqiyotni ta'minlashda suveren fondlar faoliyatining nazariy jihatlari248
- 15.2. Mamlakatimizda Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi faoliyatining tashkiliy xususiyatlari va huquqiy asoslari258
- 15.3. Iqtisodiy taraqqiyotni ta'minlash maqsadida taraqqiyot jamg'armalari faoliyati bo'yicha ilg'or xorij tajribalari269

XVI bob. KRIPTOVALYUTALAR BOZORI 287

- 16.1. Kriptografiya va kriptovalyutalar haqida tushuncha287
- 16.2. Kriptovalyuta turlari va Bitkoyn.....290

XVII bob. MOLIYA BOZORINI TARTIBGA SOLISH	298
17.1. Moliya bozorini tartibga solishning zarurligi va nazariy jihatlari.....	298
17.2. Moliya bozorini tartibga solish amaliyoti	302
Foydalanilgan adabiyotlar ro‘yxati	311
GLOSSARIY	315

MOLIYA BOZORI

S.Elmirzayev, N.Tursunova, N.Sherqo‘ziyeva,
D.Abdikarimova, I.Jumaniyazov, M.Zokirjonov,
Sh.Elmurodov, N.Shavkatov

MOLIYA BOZORI

Darslik

Muharrir Z.Bozorova
Badiiy muharrir K.Boyxo‘jayev
Kompyuterda sahifalovchi O.Fozilova

Nashr. lits. AI № 305.

Bosishga ruxsat 28.06.2019-yilda berildi.

Bichimi 60x84 ¹/₁₆. Ofset qog‘ozi №2.

“Times New Roman” garniturasini.

Shartli b.t. 18,7. Nashr hisob t. 19,6.

Adadi 150 dona. 23-buyurtma.

“IQTISOD-MOLIYA” nashriyoti
100000, Toshkent, Amir Temur, 60 «A».

«DAVR MATBUOT SAVDO» MChJ bosmaxonasida chop etildi.
100198, Toshkent, Qo‘yliq, 4-mavze, 46.