

Э.Д.АЛИМАРДОНОВ,  
М.Б.СУЛТОНБОЕВА,  
С.А.АБДУВАЛИЕВ

**ГЛОБАЛ МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ  
ИНҚИРОЗ ШАРОИТИДА МОЛИЯ  
БОЗОРИ БАРҚАРОРЛИГИНИ  
ТАЪМИНЛАШ:  
НАЗАРИЙ-КОНЦЕПТУАЛ ВА  
АМАЛИЙ ЖИХАТЛАР**

«Akademnashr» nashriyoti

**MAJBURIY NUSXA**

Тошкент  
«Akademnashr»  
2012

УДК: 336(575.1) (072)

ББК 66.4(0)

350

*Тошкент ширкати ба  
Халқаро муносабат*

350

**Алимардонов, Э.Д.**

Глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитида молия бозори барқарорлигини таъминлаш: назарий концептуал ва амалий жиҳатлар / Э.Д.Алимардонов, М.Б.Султонбоева, С.А.Абдувалиев; Н.Х.Жумаевнинг таҳрири остида. – Тошкент: Akadempnashr, 2012. – 320 бет.

I. Султонбоева, М.Б.

II. Абдувалиев, С.А.

ISBN 978-9943-397-99-6

УДК: 336(575.1) (072)

ББК 66.4(0)

*Иқтисод фанлари доктори, профессор Жумаев Нодир  
Хосиятович таҳрири остида*

*Монографияда глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитида молия бозори барқарорлигини таъминлашнинг назарий-концептуал асослари ёритилган, молия бозори ривожланишига хос тенденциялар аниқланган, инвестиция фондларининг молия бозоридида тутган ўрни ва молиявий инқироз шароитида молия бозорини тартибга солиш механизми кўрсатилган. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi шароитида молия бозори таркибий тузилмаси ривожланишининг амалдаги ҳолати таҳлил қилинган, халқаро капитал ҳаракатининг асосий шакллари ва уларнинг замонавий тенденциялари баҳоланган. Инқироз шароитида Ўзбекистон молия бозорининг барқарор ривожланишини таъминлаш масалалари ўрганилган.*

*Монография барча иқтисодий йўналиш ва мутахассисликларда таълим олаётган талабалар, тадқиқотчилар ва мутахассис-амалиётчиларга тавсия этилади.*

**Такризчилар:** Н.Ф.Каримов, иқтисод фанлари доктори, проф.,  
У.А.Бурханов, иқтисод фанлари номзоди, доц.

*Монография Тошкент давлат иқтисодиёт университети Илмий кенга-  
шининг 2011 йил 26 декабрдаги қарори билан нашрга тавсия этилган.*

Alisher Navoiy

© Э.Д.Алимардонов, М.Б.Султонбоева, С.А.Абдувалиев

nomidagi «Глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитида

молия бозори барқарорлигини таъминлаш:

назарий-концептуал ва амалий жиҳатлар

© «Akadempnashr» нашриёти, 2012 йил.

ISBN 978-9943-397-99-6

2013/18

A/1504

## КИРИШ

Халқаро молия бозорининг муҳим сегменти ҳисобланган ипотека қимматли қоғозлари бозорида авж олган танглик тез суръатларда молия бозорининг бошқа сегментларини ҳам қамраб, иқтисодиётнинг реал секторига ёйилди ва рецессия жараёнлари кучайиши билан том маънодаги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига айланиб кетди, бу мамлакатлар молиявий муносабатларининг глобаллашув жараёнига кенг миқёсда жалб этилганини кўрсатди. 2008 йили бошланган инқироз молия бозорини тартибга солиш тизимида нуқсонлар борлигини яна бир карра тасдиқлаб, молия бозори барқарорлигини таъминлаш масаласининг долзарблигини кўрсатди.

Жаҳонда кечаётган молиявий-иқтисодий инқирознинг Ўзбекистон иқтисодиёти ҳамда молия бозори барқарорлигига таъсири натижасида юзага келадиган айрим муаммоларнинг мавжудлиги, уларни ҳал қилишнинг илмий жиҳатдан асосланган йўлларини ишлаб чиқиш зарурати бугунги куннинг муҳим масалаларидан.

Ривожланган ва ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида молия бозорини ривожлантириш чора-тадбирларини ишлаб чиқишда беқарорликни келтириб чиқарувчи спекулятив операциялар, хусусан, ҳосила молиявий воситалар билан операцияларни тартибга солишнинг самарали тизимини шакллантириш муҳим аҳамият касб этади. Ҳосила молиявий воситаларнинг номинал қиймати 2008 йилга келиб 683 трлн АҚШ долларидан ортиқни ташкил этган, бу кўрсаткич жаҳон ЯИМга нисбатан 10 баробардан ортиқлигини кўрсатган. Фонд, хомашё ва молия бозорларида катта спекулятив ўйинлар давом этаётгани, реал қийматга эга бўлмаган пул ҳажмининг кўпайиши, бошқача айтганда, янги молиявий «кўпиклар» хавфининг авж

олаётгани яна молиявий касодларга олиб келиш хавфини туғдириши мумкин.<sup>1</sup>

Бозор иқтисодиётига ўтиш шароитида республикамиз молия бозорида бир қанча ўзгаришлар юз берди. Иқтисодиётнинг муҳим бўғини сифатида молия бозори ҳам иқтисодий муносабатларнинг бир маромда узлуксиз ривожланиши учун шароит яратади. Глобал молиявий инқироз жаҳондаги аксарият мамлакатларда молиявий қарздорлик миқдорининг ошиб бораётгани ва банк активларининг етишмаслиги энг жиддий ва ташвишли муаммолардан бирига айланганини ошкор этди. Энг асосий ташқи иқтисодий ҳамкор мамлакатларнинг миллий иқтисодиётидаги салбий ўзгаришлар бизнинг молиявий барқарорлигимизга таъсир кўрсатиши эҳтимолдан холимас.

Айни вақтда, инқироз асосан ўз корпоратив манфаатларини кўзлаб иш юритиб келган, кредит ва қимматбаҳо қоғозлар бозорларида турли спекулятив амалиётларга берилиб кетган банклар фаолияти устидан етарли даражада назорат йўқлигини ҳам тасдиқлади.<sup>2</sup> Молиявий-иқтисодий инқирознинг ҳар қайси давлатдаги кўлами ва оқибатлари унинг банк-молия тизими мустаҳкамлигига, капиталлашув ва ликвидлик даражасига, чет эл инвестициялари ва кредитларига қарамлигига, олтин-валюта захираси ҳажми ва хорижий кредитларни қайтариш қобилиятига, мамлакат молиявий-иқтисодий барқарорлигига, диверсификация ва рақобатбардошлик даражасига боғлиқ.

Демак, юқоридаги ҳолатлар глобал молиявий-иқтисодий ўзгаришлар шароитида молия бозори барқарорлигининг концептуал асосларини илмий тадқиқ этиш зарура-

---

<sup>1</sup> Каримов И.А. Асосий вазифамиз – Ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир. – Тошкент: Ўзбекистон, 2010. – Б.53.

<sup>2</sup> Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Тошкент: Ўзбекистон, 2009. – Б.5.

тини келтириб чиқаради ва такомиллаштиришнинг долзарблигини кўрсатади.

Монографиянинг биринчи бобида глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитида молия бозори барқарорлигини таъминлашнинг назарий-концептуал асосларини ўрганиш мақсад қилинган, унда молия бозорларидаги инқирозлар шаклланиши ва уларни бартараф этишнинг назарий-концептуал асослари, молиявий глобаллашув шароитида молия бозорининг ривожланиш тенденциялари, инвестиция фондларининг молия бозорида тутган ўрни, асосий турлари ва инқироз шароитида молия бозорини тартибга солиш механизми ёритилган.

Иккинчи бобда жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi шароитида молия бозори таркибий тузилмаси ривожланишининг амалдаги ҳолати ўрганилган. Халқаро капитал ҳаракатининг асосий шакллари ва уларнинг замонавий тенденциялари аниқланган, ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари тараққиёти ва уларнинг халқаро бозорга интеграциялашуви масалалари кўриб чиқилган. Жаҳон иқтисодиётида инвестиция фондлари ривожланишининг жорий ҳолати таҳлил этилган, ҳосила молиявий воситалар билан операцияларнинг ривожланиши ва уларнинг молия бозори барқарорлигига таъсири очиб берилган.

Учинчи бобда инқироз шароитида Ўзбекистон молия бозорининг барқарор ривожланишини таъминлаш тадқиқ этилиб, жаҳон молиявий инқирозининг Ўзбекистон молия бозори ривожланишига таъсири ва уни юмшатган омиллар, инвестиция фондлари фаолиятини такомиллаштириш масалалари баён қилинган.

**I БОБ.**  
**ГЛОБАЛ МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗ**  
**ШАРОИТИДА МОЛИЯ БОЗОРИ БАРҚАРОРЛИГИНИ**  
**ТАЪМИНЛАШНИНГ НАЗАРИЙ-КОНЦЕПТУАЛ**  
**АСОСЛАРИ**

**1.1. Молия бозорларидаги инқирозлар**  
**шаклланиши ва уларни бартараф этишнинг**  
**назарий-концептуал асослари**

2008 йили молия бозорининг муҳим сегментларидан бири ҳисобланган ипотека кредитлари ва қимматли қоғозлар бозорида юзага келган инқирознинг жадал суръатлар билан глобал тус олиши, хусусан, молия бозорини тўлиқ қамраб олиб, иқтисодиётнинг реал секторларига трансформацияланиши молия бозорини барқарорлаштириш, унда юзага келадиган инқирозларнинг моҳиятини англаш, инқироз замирида ётган омилларни аниқлаш ва ўз вақтида бартараф этиш масаласининг долзарблигини оширди.

Дунёдаги кўплаб етакчи экспертларнинг банк-молия секторидаги ортиқча ликвидлилик ва банк-молия секторини бундан кейин ҳам пул ресурслари билан тўлдириш спекулятив капиталнинг авж олиши, фонд ва хомашё бозорларида сунъий «кўпик»ларнинг пайдо бўлиши учун шароит яратиши, бу эса келажакда молия ҳамда валюта бозорларида янги ўпирилишлар билан боғлиқ салбий оқибатларга олиб келиши мумкинлиги ҳақидаги фикрларига қўшилиш мумкин.<sup>3</sup> Молия ва банк сектори фаолия-

---

<sup>3</sup> Ислом Каримовнинг 2010 йил 3 майдаги Осиё тараққиёт банки бошқарувчилар кенгаши 43 йиллик мажлисининг очилиш маросимидаги нутқидан: [http://www.press-service.uz/uz/news/show/vistupleniya/vyistuplenie\\_prezidenta\\_respubliki\\_uz\\_2/](http://www.press-service.uz/uz/news/show/vistupleniya/vyistuplenie_prezidenta_respubliki_uz_2/)

тини глобал миқёсда назорат қила биладиган халқаро молия институти шакллантирилиб, улар зиммасига халқаро молия бозорини мувозанатдан чиқариши мумкин бўлган дериватив ва бошқа «қуруқ» қимматли қоғозлар соҳасини назорат қилиш вазифасини юклаш муҳим аҳамиятга эга.

Молиявий инқироз тизимли равишда молия бозорлари, молия сектори муассасалари, пул муомаласи ва кредит, халқаро молия, давлат, муниципал ва корпоратив молияни қамраб олади ва мамлакатдаги иқтисодий фаоллик, аҳолининг турмуш даражасига салбий таъсир кўрсатади.

Молия бозори иқтисодиётнинг молия секториди молиявий активлар олди-сотди қилинадиган соҳадир, валюта, кредит, қимматли қоғозлар, суғурта ва ҳосила молиявий воситалар каби бозор сегментларидан ташкил топади (1.1-расмга қаранг). Молия бозори концепцияси унинг сегментлари параллел равишда ривожланишига асос вазифасини ўташи керак.



**1.1-расм. Молия бозорининг умумий ва таркибий кўриниши<sup>4</sup>**

<sup>4</sup> Муаллифлар томонидан тайёрланган.

Фикримизча, молиявий активлар ўзида қуйидаги хусусиятларни жамлайди:

– меҳнат натижаларини ўзида мужассамлаштирган ҳолда мустаҳкамлик, ишончлилик хусусияти. Молиявий активларнинг ишончли бўлишига товарлар истеъмоли, айирбошлаш ва ишлаб чиқаришнинг барча жараёнлари ҳамда вақт омили сабаб бўлган;

– ликвидлик. Молиявий активларнинг мазкур хусусияти уларни исталган вақтда, тезда бошқа товарларга айирбошлаш хусусиятини кўрсатади;

– ҳаракатчанлик. Замонавий иқтисодиётда айнан молиявий активлар жаҳоннинг қайси бир жойида самарали фойдаланиш имконияти юзага келса, шу ерга тезда етиб бориш хусусиятига эга;

– универсаллик. Ҳозирги даврда барча иқтисодий муносабатлар молиявий муносабатлар билан бирга бўлмоқда;

– реал активлар тақсимланмаган ҳолда молиявий активларнинг бўлиниш хусусияти. Мазкур хусусият инвестицияларни ташкил этишда нафақат йирик инвесторларни, балки кичик инвесторлар маблағларини ҳам жалб этиш имконини беради, вақтни тежайди, инвестициялар айланиш тезлигини оширади, капиталнинг даромадлилигини кўпайтиради. Кичик инвесторлар учун инвестицион портфелларини диверсификациялаш ва ўз даромадларини кўпайтириш имкони яралади;

– қимматли қоғозларнинг товарга ўхшаш хусусияти. Қимматли қоғозлар олди-сотдисидан кейин у истеъмол қилинмайди, қимматли қоғозлар сўндирилмагунча муомаладан чиқмайди. Қимматли қоғоз эгаси ихтиёрий вақтда уларни бозорда сотиши мумкин.

Инқирознинг молия бозорларида юзага келиши фоиз ставкасининг ошиши, банк ва нобанк муассасалар тўлов қобилиятининг кескин пасайиши, муаммоли активлар салмоғининг ортиши, иқтисодиёт ва уй хўжаликларига бериладиган кредитлар ҳажмининг қисқариши, банкротликнинг занжирли боғланиш касб этиши, қимматли қоғозлар баҳоларининг кенг кўламли пасайиши, тўловсизлик муам-

моларининг кучайиши, оқибатда тўлов тизимининг таназзулга учраши, ҳосилавий қимматли қоғозлар бозорида йирик ҳажмдаги зарарларнинг юзага келиши, молия бозори ва молия муассасалари ликвидлигининг тушиб кетиши, домино эффекти орқали эса банк саросимасининг вужудга келиши каби оқибатларга олиб келади.

Молиявий инқироз миллий валюта алмашув курсининг тартибга солиб бўлмас даражада пасайиши, мамлакатдан капиталнинг кенг кўламда чиқиб кетиши, давлат ва тижорат ташкилотлари ташқи қарзи ва улар бўйича муддати ўтган қарздорлик ҳажмининг ортиши, тизимли рискнинг халқаро бозорлар ва бошқа давлатлар молия бозорларига кўчишига туртки беради.

Молия бозори барқарорлигини таъминлаш концепцияларини илмий жиҳатдан ўрганиш молия бозори инқирозларини бартараф этиш йўлларини топишда, истиқболда ушбу бозорнинг реал иқтисодиёт билан мутаносиб ривожланиб боришини таъминлашда муҳим роль ўйнайди. Айти пайтда, ушбу концепциялар молия бозори барқарорлигини таъминлаш ва уни тартибга солишнинг самарали йўллари шаклланишига асос вазифасини ўтайди.

Ҳозирги кунда молия бозоридаги инқирозларнинг юзага келиши ва уларни бартараф этиш борасида бир қатор концепциялар шакллантирилган.

*«Кўпик»ларга асосланган жаҳон молия тизимининг замонавий концепцияси.* Одатда, «кўпик» деганда маълум активнинг бозор баҳоси унинг фундаментал баҳосидан кескин ошиб кетиши тушунилади. Активнинг фундаментал баҳоси эса мазкур актив келтирадиган барча даромадларнинг жорий баҳоси саналади.

«Кўпиклар»ни ўрганишга бағишланган замонавий тадқиқотларда унинг шаклланиши кўп омилли характер касб этиши асосланган. Молия бозоридаги кўпикларга нисбатан микротузилмавий ёндашувлар ҳам мавжуд, бунга ёрқин мисол «рационал кўпиклар» концепциясидир.

Концепцияга кўра, «рационал кўпиклар» инвесторлар томонидан янада юқори баҳоларнинг кутилиши натижа-

сида шаклланади. Мазкур инвесторлар қимматли қоғозлар савдосида фақат баҳо шаклланиши жараёнида реал аҳамиятга эга ахборотлардан (макроиқтисодий кўрсаткичлар, фоиз ставкалари, эмитентларнинг молиявий ҳолати) фойдаланишади. Айни дамда, кўпикларнинг шаклланиши билан боғлиқ концепция активнинг нисбий фундаментал баҳоси борасида турли даражада маълумотга эга иқтисодий агентлар ўртасида ахборот асимметриясига чамбарчас боғлиқдир.<sup>5</sup>

Банклар корпоратив қарздорлар фаолиятини назоратга олмаган ҳолда жалб этилган маблағларни юқори рискли активларга инвестиция қилиш орқали тегишли активлар бозорида кўпикнинг шаклланишини кўллаб-қувватлайдилар.<sup>6</sup> Арбитраж операцияларини амалга оширувчи агентларнинг мавжудлиги эътиборга олинса, «кўпиклар»нинг шаклланиши ахборот асимметрияси оқибати экани ойдинлашади.

Ҳозирга қадар жаҳон иқтисодиёти молия бозорларидаги активлар баҳосининг асоссиз ўсиши, «спекулятив кўпиклар»га бир неча бор дуч келган эса-да, ҳанузгача уларни бартараф этишнинг илмий-амалий усуллари ишлаб чиқилмаган. Қолаверса, монетар органларнинг активлар баҳосининг бундай асоссиз ўсишига йўл қўймаслик бўйича стратегиялари масаласи назарий жиҳатдан ҳам ўз ечимини топмаган.

XX асрда АҚШ молия тизими ривожланишига хос хусусиятлардан бири унда «кўпиклар» шаклланишига ҳисоб-

---

<sup>5</sup> Allen F., Morris S. and Postlewaite A. Finite bubbles with short sale constraints and asymmetric information // *Journal of Economic Theory*. 1993. Vol.61. – P.206.

<sup>6</sup> Allen F., Gale D. Asset-Price Bubbles and Stock Market Interlinkages / Hunter W.C., Kaufman G.G. and M. Pomerleano (eds.). *Asset-Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. – Cambridge, MA: MIT Press, 2003.

ланади. Хусусан, Т.Бернетт ва А.Геймслар фикрича, XX асрнинг 70-йилларида молия бозоридаги «кўпиклар» «яроқсиз облигациялар»да кўзга ташланган.<sup>7</sup>

Қолаверса, америкалик иқтисодчи Р.Батра 1999 йили Америка бозор иқтисодида юзага келган «кўпик» кутилмаганда «ёрилиши»ни илмий изланишларида асослашга уринганди. Чунончи, олим иқтисодиётда АҚШ Федерал захира тизимининг ўша пайтдаги раиси А.Гринспен томонидан яратилган «кўпик» инқирозга олиб келишини, унинг асосида фонд биржаси, хусусан, NASDAQ юзага келтирган молиявий пирамида ётишини таъкидлаган.<sup>8</sup>

Қатор иқтисодчи олимлар молия секторида инқирознинг келиб чиқишини мажбуриятларнинг активларга нисбатан бир неча маротаба ошиб кетгани, молия бозоридаги яроқсиз деривативлар ҳажмини баҳолаб бўлмаслиги каби муаммолар билан изоҳлашга уринишади.<sup>9</sup>

Ф.Модильяни молиявий «кўпик»лар назарияси тўғрисида тўхталаркан, бозорнинг ўз-ўзини бошқаришини инкор этади ва психологик омиллар орқали инқирознинг келиб чиқишига алоҳида эътибор қаратади. Кейнс назариясининг издоши сифатида у бозор иқтисодидаги умумий мувозанат қаттиқ нарх орқали бўлишини, асосида қатъий номинал иш ҳақи ётишини таъкидлайди. Молия соҳаси-

---

<sup>7</sup> Бернетт Т., Геймс А. Кто на самом деле правит миром? Война между глобализацией и демократией. – М.: Диля, 2008. – Б. 82.

<sup>8</sup> Батра Р. Мошенничество Гриспена (Greenspan's Fraud). – М.: Попурри, 2006. – 496 с.

<sup>9</sup> Қаранг: Симчера В. Давайте разберемся // Завтра. 2009. №12 // <http://www.zavtra.ru/cgi//veil//data/zavtra/09/800/41.html>; Митяев Д.А. О динамике саморазрушения мировой финансовой системы // Экономические стратегии. 2009. №1. <http://spkurdyumov.narod.ru/mityaev.htm>, <http://spkurdyumov.narod.ru/mityaev1.pdf>

да инвесторларнинг асосланмаган фойдани кутишлари «кўпик»лар шаклланишига олиб келади, бу соҳани инқирозга тайёрловчи механизмга айланади.<sup>10</sup>

Капиталнинг ҳақиқатда ошиши фойда ҳисобидан бўлади, бу эса акцияларнинг бозордаги жозибдорлигини оширади. Бозор иштирокчилари нархлар кўтарилишига молиявий ўйинларни амалга оширадилар, натижада капитал яна кўпаяди, бу жараён қайта-қайта такрорланаверади, оқибатда молиявий «кўпик»лар вужудга келади.

Ф.Модильяни илмий тадқиқотларида АҚШ қимматли қоғозлар бозорида жуда катта ҳажмдаги «кўпик»лар мавжудлигини, акциялар тахминан 25%га ортиқча баҳоланганини, лекин бу жараённинг келиб чиқиш хусусиятини ҳисобга олганда «кўпик» қачон ёрилишини билиб бўлмаслигини таъкидлаган. Модильяни фикрича, акцияларнинг ортиқча баҳолангани аниқ кўринганда мазкур жараённинг ривожланиши инқирозли кўриниш олади.<sup>11</sup>

Агар корхона ўз реал капиталини ошириб борса, бу унинг реал даромадлари ошаётганидан далолат бермайди, яъни фойда (Р)нинг капитал(К)га нисбати (Р/К) ўзгармасдан қолиши ёки камайиши ҳам мумкин. Реал капитал кўпайганда аввал чиқарилган акциялар сони (А) билан реал капитал ўртасидаги нисбат ортади, яъни  $(K_2/A) > (K_1/A)$ . Р/К нисбат кичик бўлса ҳам, корхонанинг бозорда битта акция баҳоси ва барча акциялари қиймати асосли равишда ошишига олиб келади. Бунда молия бозори асосий иштирокчилари психологияси муҳим роль ўйнай бошлайди. Бозор иштирокчилари ушбу корхона акциялар қийматининг ошишини аввал чиқарилган акциялар сони билан реал капитал ўртасидаги нисбат (К/А) ортгани биланмас, балки ушбу корхонанинг даромадлари ошиши (Р/К нис-

<sup>10</sup> О чем думают экономисты: Беседы с нобелевскими лауреатами. Пер. с англ. / Под ред. П.Самуэльсона, У.Барнетта. – М., 2009. – С.138.

<sup>11</sup> Ўша ерда.

батнинг кўпайиши) билан изоҳлашади ва ўртада ёлгон тасаввур юзага келади. Натижада бозор иштирокчилари корхонанинг реал капитал қийматига нисбатан акциялар бозор баҳосини анчагина оширадиган молиявий ўйинлар қиладилар.

Ф.Модильяни акциялар нархи ортининг максимал чегараси (АНОЧ)ни кўрсатмаган. Бу чегара, назарий жиҳатдан олиб қараганда, корхона акциялар назорат пакетининг бозор қийматидан келиб чиқсак, ўз эгасига банк фоиз ставкасидан (БФС) кам бўлмаган миқдорда корхонанинг олган даромади (ҚД) ва унга кўшимча равишда риск учун мукофот (РМ) даражасидан ошмаслиги лозим. Яъни  $АНОЧ < (ҚД+РМ)$ , бу ерда  $ҚД > БФС$ .

Ф.Модильянининг молиявий «кўпик»ларни аниқлашдаги таклифи, бизнингча, ушбу тушунчанинг нотўлиқ бир қисмини кўрсатади. Молиявий «кўпик»ларни тўлалигича аниқлаш учун замонавий қимматли қоғозлар бозоридаги талаб ва таклифга таъсир этувчи барча омиллар инобатга олиниши керак.

Ф.Модильяни ўз концепцияси орқали Шарқий Осиё мамлакатлари иқтисодида охириги йилларда кузатилаётган қимматли қоғозлар нархларининг юқори даражада тебранишини изоҳлаб берган. Унинг фикрича, Шарқий Осиёда ҳам «кўпик»лар шаклланган, яъни бозордаги юқори даромад капитални ўзига жалб этган. Капитални жалб этиш валюта курсларини «музлатиб» қўйган, савдо балансида жиддий тафовут юзага келган. Капиталнинг кириб келиши капитал қўйилмалар жозибадорлигини ошириб, валюта курси тебранишларини ушлаб турган. Бу ерда тизимли риск юзага келиб, инвесторларнинг кўзлаган даромадлари ҳақиқатда амалга ошмайдиган ҳолатга айланади. Ундан қутулиш учун молиявий «кўпик»ларнинг шаклланишига қарши турувчи тизимни ҳамма жойда ташкил этиш ёки ривожланишини секинлатиш керак, масалан, қисқа муддатли инвестициялар учун мажбурий захираларни ташкил этиш.

Модильяни агар молиявий «кўпик»лар мавжудлигини

инвесторларнинг «адашиб кутиш»лари ҳисобига чекласак, улар «адашиб кутиш»ганини англаунларича молиявий «кўпик»лар ривожланаверади деган ноаниқ фаразни тақдим этди. Умуман, концепцияда қуйидаги асосий ҳулосалар шаклланган:

- бутун молия бозорида «рационал кутиш» эмас, балки қимматли қоғозлар курси ўсишига таъсир кўрсатувчи «адашиб кутиш» устун;

- молия бозорига, айниқса, қимматли қоғозлар бозорига чет эл капиталининг кириб келиши молиявий «кўпик»ларнинг кўпайиш тенденциясини кучайтиради;

- молия бозори активлар баҳосини тартибга солувчи механизмга эгамас, биринчидан, реал капитал қиймати ва даромадлилиги, иккинчидан, унинг асосидаги қимматли қоғозлар қиймати ўртасидаги мувофиқликни таъминловчи тартибга солиш механизми йўлга қўйилмаган. Ўзаро мувофиқлик инқироз натижасида молиявий институтлар томонидан киритилиши мумкин.

АҚШ иқтисодиётида «бозор эркинлиги» ва бозорнинг «ўз-ўзини тартибга солиши» тарафдорлари кўплиги оқибатида молия бозорини давлат томонидан тартибга солиш амалиёти суст кечди. Масалан, М.Миллер фикрича, молия бозори ортиқча қарз маблағларидан фойдаланишга тўсқинлик қилувчи бошқариш механизмларига эга, давлат аралашувида эса кўп харажат ва кам самара бўлади.<sup>12</sup> Эркин бозор иқтисоди шароитида менежерлар томонидан турли манбалардан катта ҳажмдаги қарз маблағларининг корпорация фаолиятига жалб этилиши уларга иқтисодиётнинг реал ҳамда молиявий секториди ўз операцияларини кенгайтириш имконини яратган. Натижада молия бозорида яроқсиз қарз мажбуриятлари – облигациялар ёки молия бозорида «кўпик»лар шаклланган.

---

<sup>12</sup> Миллер М.Г. Эмиссия облигаций для увеличения капитала // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. – М.: Мысль, 2004. Т.V. Кн.1. – С.637 – 638.

«Таъминланмаган долларлар» концепцияси. Концепция моҳияти АҚШнинг жаҳонда йирик қарздор мамлакатга айланиши билан боғлиқ. Айти пайтда, бунга дунё мамлакатларининг тўлов балансидаги номувофиқликлар, экспорт товарлари рақобатбардошлигини сақлаб туриш учун хорижий валюта захираларини жамғариш чоралари ҳам сабаб бўлган. Ушбу захиралар АҚШ ғазначилик облигациялари ва бошқа қимматли қоғозларига инвестиция қилинди.

Концепцияга кўра, ўзида АҚШ долларисидаги активларни йирик ҳажмда сақловчи мамлакатлар маълум бир сабаблар билан уларни сотиб олишни тўхтатиши ёки ўзларидан соқит қилиши оқибатида халқаро молия тизимида кенг кўламли инқироз авж олиши мумкин.

Шимолий Америка ягона валюта бирлиги – «амеро» яратиш лойиҳаси кўплаб тортишувларга сабаб бўлиши замирида ҳам айнан таъминланмаган долларлар муаммоси ётади. Бинобарин, «амеро» муомалага киритилиши доллар қадрининг тушиши, натижада АҚШнинг иқтисодий қуввати пасайиши, жаҳон молия тизимида тартибсизликлар юзага келишига туртки бериши мумкин.

Концепция кўринишлари ўтган асрнинг 70 – 80-йилларида ҳам пайдо бўлганини америкалик иқтисодчи Л.Ларушнинг «физик иқтисод» назариясида ва рус олими П.Г.Кузнецов асарларида кўриб чиқилган.<sup>13</sup> С.Кургинян эса инқирознинг стратегик аҳамияти долларни синишдан асраб қолиш деб ҳисоблайди.<sup>14</sup>

*«Эркин бозор иқтисодиёти таназзули» концепция-*

---

<sup>13</sup> Сайт EIR (Executive Intelligence Review) на рус. яз. [http://www.larouchepub.com/russian/lar/major\\_writings.html](http://www.larouchepub.com/russian/lar/major_writings.html) и Политэкономия и физическая экономика по Побиску Кузнецову // Восток. 2003. Вып. №11/12 ([http://www.situation.ru/app/j\\_art\\_226.htm](http://www.situation.ru/app/j_art_226.htm))

<sup>14</sup> <http://www.kurginyan.ru/publ.shtml>, <http://www.kurginyan.ru/book.shtml>

си. Концепция асосида эркин бозор иқтисодиётининг ўзини ўзи самарали тартибга солалмаслиги, давлат томонидан тартибга солишнинг етарлимаслиги каби ғоялар ётади. Бинобарин, концепцияни қўллаб-қувватловчилар молиявий эркинлаштириш, эркин бозор иқтисодиётини танқид остига оладилар.

Буюк депрессия даврида (1929 – 1933) бозор иқтисодиёти ўзини ўзи самарали тартибга солишнинг уддасидан чиқмади. Ж.Кейнс классик назарияга зид қуйидаги икки ҳолатни асослашга эришди. Биринчидан, иқтисодиёт вақтнинг исталган лаҳзасида рақобатли мувозанатда бўлмади, яъни «кўринмас қўл» ўз ишини бажармайди. Дж.Кейнс фикрича, мамлакатнинг ялпи ички маҳсулоти истеъмолчилар, инвесторлар ва ҳукуматнинг товарлар ва хизматлар сотиб олишга қанчалик тайёрлиги билан белгиланади.<sup>15</sup>

Ж.Кейнс доктринасининг асосий принципларидан бири иқтисодиётнинг самарали фаолият юритиши учун давлатнинг муҳим роли талаб этилиши ҳисобланади. Бошқача айтганда, давлат иқтисодий пасайиш даврида, яъни иқтисодиётда хусусий талабнинг етишмаслиги шароитида ўз харажатларини ошириш ҳисобига циклик пасайишга қарши фискал сиёсатни амалга ошириши лозим.

Ф.Фукуяма фикрича, инқирознинг асосий сабаби иқтисоднинг давлат томонидан татибга солинмаслигидир.<sup>16</sup> У АҚШ молия тизими тўғрисида Вашингтон молия секторини тўғри тартибга солалмаган, натижада бу иқтисоднинг бошқа секторларига ҳам катта зарар етказган деб ҳисоблайди.

Ю.Баранчик «тартибга солинмаган бозор»нинг инқи-

---

<sup>15</sup> Keynes John M. The Theory of Employment, Interest, and Money. – New York: Harcourt, 1936.

<sup>16</sup> Фукуяма Ф. Падение корпорации «Америка» // Newsweek. 2008. oct. 6 (ИноСМИ.ru). <http://www.inosmi.ru/world/20081006/244455.html>

розни келтириб чиқариши хусусида фикр билдираркан, бозор – бу ўйлаб чиқарилган нарса, унга турли махсус каналлар орқали ахборотлар етиб келади, натижада турли қарорлар қабул қилинади, молиявий оқимлар ҳаракати юзага келади деб таъкидлайди.<sup>17</sup>

«Неолиберализм» танқидчиси Дж.Стиглиц молия секторида инқирознинг келиб чиқиши молиявий бозорларни эркинлаштириш натижаси деган хулосага келади.<sup>18</sup>

Колумбия университети профессори С.Сасен бугунги инқирознинг бошқа инқирозлардан фарқи молиявий капитализмнинг мантиқ чегарасига етганида деб билади.<sup>19</sup> У илмий изланишларида молия секторидаги амалга оширилган операциялар натижасида олинган фойда иқтисодиётнинг бошқа секторларига нисбатан ҳаддан зиёд кўп бўлганини, бундай жараён миллий иқтисодиётнинг асосий қисмини эгаллаганини (айниқса, ривожланган мамлакатларда), натижада реал капитал молиявий капитални таъминлолмагани ҳисобидан молиявий инқироз юзага келганини асослашга эришган.

Иқтисодиётнинг эркинлашуви ва глобаллашуви молия бозорида инновацион жараёнлар жадаллашувига олиб келди. Иқтисодиётнинг реал секторига нисбатан молиявий секторда яратилган инновацияларнинг тарқалиши бир

---

<sup>17</sup> Баранчик Ю. Мировой кризис и конспирология: pro и contra / Фонд стратегической культуры, 23 февраля 2009 г. (в сети Интернет). [http://malchish.org/index.php?Itemid=35&id=263&option=com\\_content&task=view](http://malchish.org/index.php?Itemid=35&id=263&option=com_content&task=view).

<sup>18</sup> Стиглиц Дж.Е. Конец неолиберализма? // Project Syndicate. 2008. July; <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz101/Russian>; Ўша муаллиф. Триумфальное возвращение Джона Мейнарда Кейнса // Project Syndicate. 2008. дек. <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz107/Russian>

<sup>19</sup> Сасен С. Конец финансового капитализма // [www.polit.ru](http://www.polit.ru) 2009. 13 апр. <http://www.polit.ru/institutes/2009/04/13/fin.html>

2013/18

A1504

nomidagi

O'zbekiston MI

неча баробар тезлиги қатор илмий тадқиқотлар асосида исботланган.<sup>20</sup>

2009 йил 19 мартда савдо ва тараққиёт (ЮНКТАД) бўйича БМТ конференциясида инқирознинг асосий сабаблари сифатида куйидагилар эътироф этилди<sup>21</sup>:

– сўнги йигирма йилда бозордаги эркин рақобат ўзини оқламади, молиявий тартибга солмаслик катта ҳажмдаги riskли вазиятларни келтириб чиқарди, бу жаҳон иқтисодиётини оғир аҳволга тушириб қўйди;

– молия бозорини тартибга солмаслик самарасига ишонч ва валюта-молиявий тизимнинг мувофиқлаштирилмаган фаолияти натижасида riskсиз даромад олинишига ва кўп соҳаларнинг спекулятив маблағлар билан молиялаштирилишига сабаб бўлди;

– молиявий тартибга солмаслик ушбу бозор иштирокчиларига реал ва молиявий сектор боғлиқлиги бузилишига олиб борадиган янгидан-янги молиявий воситаларни яратиш имконини берди.

Бугунги кунда жаҳон молия бозорида юзага келган инқироз унинг иқтисодиётнинг реал сектори билан номувофиқ ҳолда ривожлангани оқибатидир. Иқтисодиётнинг реал секторига нисбатан молия бозори ўтган асрнинг охириги чорагидан бошлаб бир неча баробар жадал ривожланган, яъни жаҳон ЯИМга нисбатан молия бозори тез суръатларда ўсган.

Молия соҳасининг бунчалик илдам тараққиёти хусусида иқтисодчилар турлича муҳим фикрлар билдиришган. М.Шоулс, У.Шарп ва М.Миллер 1970 йиллари молиянинг

---

<sup>20</sup> Сергиенко Я.В. Институциональные основы взаимодействия финансового и реального секторов в России: Автореф. дис... д-ра экон. наук. – М.: Институт экономики РАН, 2003. – С.10, 12, 19 – 20.

<sup>21</sup> Доклад конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) «Глобальный экономический кризис: системные сбои и многосторонние способы преодоления» (19 март 2009 г.). [http://www.unctad.org/ru/docs/gds20091overview\\_ru.pdf](http://www.unctad.org/ru/docs/gds20091overview_ru.pdf)

ривожланиши иқтисодийёт барқарорлиги ва самарадорлигини оширишнинг асосий манбаи бўлган деб билишади.<sup>22</sup> Шунинг учун у ерда юқори даромад мавжуд бўлиб, кадрлар ва капитал молия бозори томон ҳаракатланади.

Аксинча, Р.Мертон 1970 йиллари жаҳон хўжалиги ва АҚШ иқтисодийёти қийинчилик ва зиддиятларга дуч келганига эътибор қаратади. Уларни бартараф этиш учун кредит ривожини тезлаштириш талаб этилади. Қарзга истеъмолнинг ўсишини жадаллаштириш учун ортиқча жамғармадан фойдаланишни ва кейинги йиллар ёки ўн йилликларда ушбу қарзни қоплашнинг босқичма-босқич амалга оширилишини назарда тутди.<sup>23</sup>

Ж.Тобиннинг илмий тадқиқотларида молия бозоридаги беқарорлик ва уни мувофиқлаштириш муаммолари хусусидаги илмий-назарий қарашлар кўзга ташланади.<sup>24</sup> Молия бозорини барқарорлаштириш муаммоси назарий масала, инқирозга қарши тартибга солишнинг амалий вазифалари билан чамбарчас боғлиқ. Тобин икки хил яширин ҳолатни ўрганиш орқали ушбу назарий муаммонинг ечимини топишга уринади. Биринчидан, ўз-ўзини тартибга солиш ҳисобидан молия бозори барқарорлигини таъ-

---

<sup>22</sup> Шоулс М.С. Деривативы в динамической окружающей среде // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. – М.: Мысль, 2005. Т.V. Кн. 2. – С.169 – 207; Шарп У.Ф. Цены фиксированных активов при наличии и отсутствии отрицательных позиций // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. – М.: Мысль, 2004. Т.V. Кн.1. – С.651 – 673; Миллер М.Г. Эмиссия облигаций для увеличения капитала // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. – М.: Мысль, 2004. Т.V. Кн.1. – С.635 – 646.

<sup>23</sup> Мертон Р.К. Приложения теории оценки опционов: двадцать пять лет спустя // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. – М.: Мысль, 2005. Т.V. Кн.2. – С.207 – 243.

<sup>24</sup> Джеймс Тобин. Деньги и финансы в макроэкономическом процессе // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. – М.: Мысль, 2004. Т.V. Кн. 1. – С.416 – 434.

минлашнинг монетаристик ҳолати, иккинчидан, бозор агентлари фаолиятида фундаментал ноаниқлик ҳисобидан унинг доимий нобарқарорлиги – кейнсчилик назарияси натижасининг молия бозоридаги инқирозни бартараф этишга қаратилиш ҳолати деб ҳисоблайди. Ж.Тобин назариясида ўрта муддатли молия бозорининг барқарорлик модели кўриб чиқилган. Бундай муддатда ноаниқлик шароити ўз таъсирини кўрсатиши инobatга олинган. Иқтисодиётдаги тебранишлар шароитида активларга нисбатан талаб барқарор бўлмайди. Давлат сиёсатида, чет эл иқтисодиётида, истеъмолчилар танловида ва технологияларда ташқи таъсирлар ҳисобидан тебранишлар мавжуд. Талаб функцияси асосидаги умумий қоидалар ва одатлар кутилмаганда ўзгармайди. Ўрта муддатли иқтисодий тебранишларда ва барқарорлаштириш сиёсатида талаб функцияси доимийлиги сақланади. Ж.Тобин узоқ муддатли даврий ораликда молия бозорларининг тез суръатларда кенгайиб бориши, бир вақтнинг ўзида такомиллашиб, «шаффофлиги»нинг камайиши, кредит муносабатларининг сифат жиҳатдан ёмонлашиши кутилмаганда жаҳонда инқирозга олиб келишини асослашга эришган.

Дж.Тобин иқтисодий ўсишнинг ўзига хос локомотиви молия бозоридаги акциялар деб билган. Акциялар курси ҳақиқий ўсишдан фарқли равишда жамиятни ривожлантириш ресурслари («табиий ўсиш суръати») тўғрисидаги барча ахборотларни ўзида мужассамлайди. Шунинг учун иқтисодиётнинг реал секторига нисбатан молия бозорида даромадлилик даражаси юқори ҳисобланган.

А.Я.Рубинштейн молия бозорининг ҳаддан зиёд кенгайиб кетиши кредитнинг ривожланиши ҳисобидан пайдо бўлганини ва унинг икки асосий сабаби мавжудлигини таъкидлайди.<sup>25</sup> Биринчидан, корпорацияларни барқарор-

---

<sup>25</sup> Рубинштейн А.Я. Некоторые теоретические соображения о природе нынешнего кризиса // Журнал Новой экономической ассоциации. 2009. №1 – 2.

лаштиришда бошқарувчи-менежерлар ролининг оширилиши натижасида улар ва мулкдорлар манфаатларининг ўзаро мос келмаслиги бошқарувдаги риск даражаси ортишига олиб келди. Иккинчидан, банк кредитлари ишлаб чиқаришнинг асосий «генератори»га айланди. Олимнинг фикрича, юқори фойда кўришни кўзлаган менежерлар томонидан юқори риск билан молиявий ресурсларни жалб этишда қарз олиш шартларининг соддалаштирилиши уларга нисбатан ортиқча талабнинг шаклланишига сабаб бўлди. Натижада қарздорликнинг мақбул чегараси аниқланмади, молия бозорида қарздорлик ва даромад мувозанати таъминланмади.

Макроиқтисодий йўналишдаги назарияларнинг тадрижий ривожланишига (К.Перес, С.Фримен, Дж.Доси, С.Глазьев, В.Маевский) ва Й.Шумпетер концепциясига таянган ҳолда Я.В.Сергиенко молия сектори кенгайишида инновацион жараёнларнинг ролини аниқлашга эътибор қаратган. Инвестицияларнинг даромадлилик даражаси пасайиб бораётган шароитда реал секторда янги истиқболли лойиҳаларнинг пайдо бўлиши тўғрисидаги ахборотлар молия соҳасида уларни кредитлашга мўлжалланган таркибий ўзгаришларни юзага келтиради. АҚШ иқтисодидаги маълумотларни таҳлил қилиб «техник-иқтисодий янгиликлар тижоратига нисбатан ташкилий ва молиявий инновацияларнинг умумхўжалик доирасида тарқалиши тезроқ»<sup>26</sup> эканини илмий асослаб беради. Ушбу тадқиқот молия бозорининг реал иқтисодиётга нисбатан жадал ривожлангани ва унинг инқирозга учраши инновациялар билан боғлиқлигини кўрсатади.

2000 йиллар бошида иқтисодий адабиётларда мамлакат иқтисодиётини ва молия бозори ҳолатини тавсиф-

---

<sup>26</sup> Сергиенко Я.В. Институциональные основы взаимодействия финансового и реального секторов в России: Автореф. дис... д-ра экон. наук. – М.: Институт экономики РАН, 2003. – С.10, 12, 19 – 20.

ловчи «Буюк модерация»<sup>27</sup> тушунчаси кенг тарқалди, у узок давом этадиган оғир инқирозларсиз ўсишни, молия бозори ва иқтисодиёт барқарорлигини нисбатан кам таркибий ўзгаришлар орқали таъминлашни назарда тутган. Р.Энгель қимматли қоғозлар бозори ўзида барча ахборотларни мужассамлаштиришини, молия бозорида нархларнинг тебраниши ортиши билан корпорацияларнинг даромадлилик даражаси кўтарилиб борганини, бу иқтисодиётнинг риск даражасини оширганини ўз тадқиқотларида кўрсатган, ушбу тадқиқот «Буюк модерация» модели асоссизлигини тасдиқлади.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози юз беришига молия бозоридаги «кўпик»ларнинг ва спекулятив операцияларнинг таъсири сезиларли бўлгани ушбу бозорни барқарорлаштириш чораларини излаш заруратини кўрсатади ва халқаро молиявий ташкилотлар олдига қатор вазифалар кўяди.

Халқаро валюта фонди молия бозорини барқарорлаштириш, давлатларнинг инқирозга қарши курашда сарфлаган харажатларини қоплаш ва истиқболда юз бериши мумкин бўлган иқтисодий инқирозларни бартараф этиш учун захираларни шакллантириш мақсадида иқтисодиётнинг молия секторини солиққа тортиш йўллари изламоқда. 2008 йили бошланган молиявий инқирозни бартараф этишга бозор иқтисодиёти ривожланган давлатлар йирик ҳажмдаги маблағларни сафарбар қилишди. Молиявий инқирознинг қанча муддат давом этиши, давлат бюджетининг қанча маблағи банк-молия тизимини тиклашга сафарбар этилиши номаълум бир шароитда истиқболда бундай ҳолатнинг олдини олиш учун иқтисодиётда молиявий инқирозларни юзага келтирадиган спеку-

---

<sup>27</sup> «Модерация» атамаси итальянча «moderare» сўздан олинган бўлиб, «юмшатиш», «даф қилиш», «эвида», «жиловлаш» маъноларини англатади ([http://www.treko.ru/show\\_dict\\_112](http://www.treko.ru/show_dict_112))

лятив операцияларга нисбатан солиқларни жорий этиш муҳим аҳамият касб этади. Иқтисодиётнинг инқироз даврида ундан қутулиш учун ажратиладиган молиявий маблағларни ташкил этишда давлатни қўллаб-қувватловчи сифатида молия сектори ҳам қатнашиши лозим.

Халқаро молиявий операцияларни тартибга солишда «Тобин солиғи» муҳим аҳамиятга эга. Дж.Тобин фикрича, хорижий валюталардаги қисқа муддатли молиявий ва валюта айирбошлаш операциялари 0,1%дан 0,25%гача чегарада солиқларни ўрнатиш халқаро ва ҳудудий қисқа муддатли валютавий спекуляцияларни, молиявий капитал оқимини чеклашга ҳамда валюта курсларини барқарорлаштиришга олиб келади.<sup>28</sup> Мазкур солиқнинг жорий этилиши молия тизимининг капитални тақсимлаш имкониятини ва истиқболда юзага келадиган тизимли рискни камайтиради ҳамда рисклар таъсирини юмшатиш бўйича қилинадиган харажатларни қоплаш механизминини яратади.

Солиқ тарафдорлари ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётини кўтариш, иқтисодий беқарорликка қарши курашиш учун ундан фойдаланиш мумкин деб изоҳлашса, унга қаршилар солиқнинг жорий этилиши мамлакатни ташқи дунёдан ажратиб қўяди, натижада иқтисодий ривожланишдан орқада қолишга олиб келади деб билишади.

2008 йили юз берган молиявий инқироз оқибатларини ўрганиш кўрсатадики, замонавий бозор иқтисодиётига асосланган халқаро молия тизимида бир қатор ўз ечимини кутаётган муаммолар мавжуд, уларни бартараф этишда ва халқаро молия тизими барқарорлигини оширишда халқаро даражадаги алоҳида фондга «Тобин солиғи»га ўхшаш солиқлардан тушумларни жамлаб, келажакда содир бўладиган инқирозларга қарши курашиш ва уларни бартараф этиш учун тўпланган маблағларни сафарбар этиш имконияти мавжуд.

Спекулятив капитал ҳаракатининг тартибга солишда

---

<sup>28</sup> [http://ru.wikipedia.org/wiki/Тобин,\\_Джеймс Tobin Tax \(PDF\)](http://ru.wikipedia.org/wiki/Тобин,_Джеймс_Tobin_Tax_(PDF))

«Тобин солиғи» жорий этилиши валюта курси орқали тартибга солишга нисбатан реал иқтисодиётга кўпроқ фойдали ҳисобланади. Бу фикрга қаршилар ҳам мавжуд, улар қуйидагиларга асосланиб ўз хулосаларини чиқаришади:

– биринчидан, бундай солиқни жорий этиш фақат глобал даражада самара беради, алоҳида мамлакатлар учун афзаллиги йўқ;

– иккинчидан, мазкур чора нафақат спекулянтларга, балки барча турдаги инвесторларга таъсир кўрсатади;

– учинчидан, халқаро капитални чеклаш халқаро савдога салбий таъсир этади;

– чекловларни киритиш кейинчалик унга барҳам беришни қийинлаштиради, яъни ундан бутунлай воз кечиш қийин кечади.

Бу қарашни тўлалигича тўғри ҳисоблаш ноўрин, чунки капитал оқими бўйича бундай солиқни жорий этиш маълум бир мамлакатнинг алоҳида ҳимоя чорасидир. Бу чорани жаҳондаги барча мамлакатлар учун мажбурий қилиш шартмас. Ундан спекуляция жараёни кучайиб кетган пайтда фойдаланиш лозим, шунда инвесторларга катта таъсир кўрсатмайди. Бир мамлакат валютавий инқирози натижасида дефолт деб эълон қилинишига нисбатан халқаро савдога бир оз салбий таъсир кўрсатишини ижобий ҳисоблаш мақсадга мувофиқ.

Фикримизча, молия бозорларида инқирозларнинг юзага келиши ва уларни бартараф этишга оид концепцияларни тадқиқ қилиш ва умумлаштириш асосида қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

– жаҳон иқтисодиёти молия бозорларидаги активлар баҳосининг асоссиз ўсиши, «спекулятив кўпиклар»га бир неча бор дуч келишига қарамай, ҳозиргача уларни бартараф этишнинг илмий-амалий усуллари ишлаб чиқилмаган. Қолаверса, монетар органларнинг активлар баҳосининг бундай асоссиз ўсишига йўл қўймаслик бўйича стратегиялари масаласи назарий жиҳатдан ҳам ўз ечимини топмаган;

– молия бозорига, хусусан, қимматли қоғозлар бозо-

рига чет эл капиталининг кириб келиши молиявий «кўпик»-ларнинг ривожланиш тенденциясини кучайтирган;

– спекулятив фаолликни бартараф этишда монетар органлар томонидан пул-кредит сиёсати чора-тадбирлари доирасида фонд бозорини самарали тартибга солиш чоралари зарурати ортмоқда;

– бозор иқтисодиёти яна бир бор ўзини ўзи самарали тартибга солишнинг уддасидан чиқмади, натижада бозорнинг давлат томонидан тартибга солинишини қўллаб-қувватловчилар сони кўпаймоқда;

– банклар томонидан активларни секьюритизациялашда муомалага чиқариладиган молиявий инструментлар, ҳосила молиявий воситаларнинг гаров сифатида қабул қилинишига нисбатан халқаро миқёсда муайян чекловларни ўрнатиш зарур. Хусусан, акция ва облигацияларни гаров таъминоти сифатида қабул қилишга нисбатан захира талаблари белгиланиши мумкин;

– рискни баҳолаш ва суверен кредит рейтингини аниқлаш методологиясини, рейтинг агентликлари фаолиятини тартибга солишни такомиллаштириш, молия бозорларини тартибга солиш бўйича халқаро регулятор – Молиявий барқарорлик кенгаши ваколатларини кенгайтириш, инновацион банк молиявий маҳсулотларини тартибга солиш тизимини ишлаб чиқиш даркор.

Умуман, молия бозорларида инқирозлар юзага келишининг назарий-концептуал асослари мавжуд, уларнинг асосий қоидаларидан инқирозга қарши чораларни такомиллаштиришда, глобал молиявий тизимни ислоҳ қилишда фойдаланиш муҳим амалий аҳамият касб этади.

## 1.2. Молиявий глобаллашув шароитида молия бозорининг ривожланиш тенденциялари

Жаҳонда юз берган молиявий-иқтисодий инқироз халқаро молия бозори ривожланишининг ўзига хос хусусиятларини ва уни тартибга солишнинг самарали йўллари излашни тақозо этади. Бинобарин, авж олиб бораётган глобал молиявий инқироз жаҳон молия-банк тизимида жиддий нуқсонлар мавжудлиги, ушбу тизимни тубдан ислоҳ қилиш зарурлигини кўрсатди. Айни вақтда, инқироз асосан ўз корпоратив манфаатларини кўзлаб иш юришиб келган, кредит ва қимматли қоғозлар бозорларида турли спекулятив амалиётларга берилиб кетган банклар фаолияти устидан етарли даражада назорат йўқлигини ҳам тасдиқлади.<sup>29</sup> Бу эса халқаро молия бозори ривожланиш жараёнларини илмий жиҳатдан ўрганиш ва уни тартибга солиш муаммоларини тадқиқ қилишнинг долзарблигини белгилаб беради.

Иқтисодиётнинг молия сектори сўнгги йилларда спекулятив фаолият натижасида мислсиз даражада юқори фойда олиш манбаига айланди. Узоқ даврлик тез ўсиш, паст инфляция даражаси, кичик фоиз ставкалари ва юқори даражадаги макроиқтисодий барқарорлик бозор иштирокчиларини турли иқтисодий шубҳа ва хавф-хатарлардан халос этди, бу турли хўжалик юритувчи субъектларни молия соҳасида катта таваккалчилик қилиб фаолият юришиб кетганга тайёрлади, айни пайтда, бозордаги беқарорликни вужудга келтирди. Турли молиявий инновациялар, активларни секьюритизациялаш амалиётининг жадал ривожланиши молия бозорида ортиқча ликвидликни шакллантирди.

Ликвидликнинг кўзда тутилмаган харажатлари кўп йил-

---

<sup>29</sup> Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Тошкент: Ўзбекистон, 2009. – Б.48.

лардан буён жаҳондаги молиявий муаммолардан биридир. Бугунги кунгача молия бозорида спекулятив активларнинг катта миқдори сақланиб қолган. Лотин Америкаси, Россия, Осиё, Хитой ва Европада жойлашган жаҳон фонд бозорларидаги молиявий операцияларнинг ҳаддан зиёдлиги, «ортиқча қизиб кетиш» натижасида уларнинг инқирозга юз тутишига олиб келди. Фикримизча, Европа ва АҚШ фонд бозорларининг емирилишига асосий сабаб «спекулятив кўпиклар»нинг ўн йилликлар давомида шаклланиб борганидир.

АҚШдаги ипотека кредити инқирози спекулятив операциялар илдизини очиб берди. Натижада фонд бозорларида нархларнинг кескин пасайиши, биржа индекс кўрсаткичларининг кескин тушиши кузатила бошлади. Америка фонд бозоридаги ваҳимали инқироз тўлқини Европа фонд бозорларига ўз таъсирини кўрсатди.

Иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда (нафақат АҚШ, балки Фарбий Европа, Япония, Канада) маҳаллий аҳолининг кўпчилик қисми биржаларда молиявий воситаларни олди-сотди қилишга, ўз корхоналари акцияларига эга бўлишга, улардан катта миқдорда дивиденд олишга одатланишган, яна бир қисми эса инвестиция фондларида ўз жамғармаларига эга.

Охири вақтларда кўплаб жисмоний ва юридик шахслар тураржой бозорида ўз сармояларини жойлаштиришдан қўшимча фойда олиб келишган. Қолаверса, фонд бозорига ва тураржой бозорининг ҳосилавий воситаларига хусусий нафақа фондлари, суғурта компаниялари, тиббиёт муассасалари маблағларининг асосий қисми жалб этилган.

Спекулятив капитал молиявий активлар нархидаги тебранишлар ҳисобидан даромад олиш учун пайдо бўлади, у ўзида юқори ликвидли қисқа муддатли қўйилма, бозордаги ўртача даромадларга нисбатан юқори даромадли, рисклилиги юқори инвестиция каби хусусиятларни мужассамлаштириши бозорда мазкур капитал жозибадорлигини ошириб, операциялар кўлами кенгайишига туртки берган.

Лекин молия бозорининг асосий иқтисодий вазифаси мамлакатдаги ишлаб чиқаришни жамғармалар, бўш турган пуллар ҳисобидан молиялаштириш саналади (1.2-расмга қаранг). Молия бозори орқали иқтисодиётдаги ишлаб чиқаришни молиялаштириш унинг барча сегментлари билан ўзаро боғлиқликда тўғридан-тўғри ва билвосита амалга оширилади.

Молия бозоридаги спекулятив капиталнинг мамлакат ишлаб чиқаришини молиялаштиришга қўшадиған ҳиссаси деярли йўқлиги илмий изланишлар натижасида ўз тасдиғини топган, спекулятив капитал молия бозорининг барча сегментларида мавжудлиги аниқланган. Спекулятив капитал бошқа капитал шакллари каби иқтисодий тараққиётни тезлаштира, бошқа томондан, иқтисодий инқирозни вужудга келтиради.



**1.2-расм. Молия бозори орқали иқтисодиётдаги ишлаб чиқаришни молиялаштириш шакллари<sup>30</sup>**

Молиявий капитал сифатида спекулятив капитал асо-сида реал капитал мавжуддир. Молиявий активлар эса реал активларга мос келиши лозим. Спекулятив капитал реал капиталга нисбатан мустақил ривожланиб, реал активлар ҳаракати билан спекулятив капитал ҳаракатининг ўзаро мос келмаслиги, молиявий активлар ва реал актив-

<sup>30</sup> Муаллифлар томонидан шакллантирилган.

лар ўртасида тафовутни юзага келтиради, бу молиявий инқирозга туртки беради.

Қимматли қоғозларнинг ўзига хос хусусиятларидан бири шундаки, бозор нархи билан унинг ҳақиқий қиймати доимо мос келмайди. Қисқа муддатли даврий оралиқда спекулятив омиллар натижасида молиявий активлар қийматидаги ижобий ўзгаришлар миллий бойлик кўпайганидан далолат бермайди, балки узоқ муддатли даврий оралиқда бу жараённинг бориши мамлакат иқтисодий ўсишини ўзида мужассамлайди.

Тадқиқотларнинг кўрсатишича, бозорнинг нормал фаолият юритиши учун инсайдерлик маълумотлари, спекуляция, инвесторлар манфаатлари ва уларнинг психологиясини инобатга олиш зарур. Фикримизча, спекулятив операцияларнинг пайдо бўлиши иккита асосий ҳолатга боғлиқ.

Биринчидан, қимматли қоғозларнинг товар хусусиятига асосланиши, яъни қимматли қоғозлар олди-сотдидан сўнг истеъмол қилинмайди, сўндирилмагунча муомала воситасидан чиқмайди. Қимматли қоғоз эгаси уни исталган вақтда бозорга олиб чиқиб сотиши мумкин. Қимматли қоғозларнинг қайта сотилиши эмитентнинг ишлаб чиқаришига ҳам, унинг фойдасига ҳам таъсир кўрсатмайди, фақат мулк ҳуқуқини қайта тақсимлайди.

Иккинчидан, қимматли қоғозларнинг истиқболдаги баҳосини аниқ башоратлаб бўлмаслиги, яъни бу турли инвесторлар психологияси, манфаатлари ва ахборотлар асимметриясидаги фарқлар натижасида юзага келади.

Фонд бозоридаги спекулятив операциялар инвесторлар манфаатларини кўпайтиради ва эмитент компанияга қўшимча ресурсларни жалб этишни енгиллаштиради, қимматли қоғозлар ликвидлигини оширади. Реал капитал кўпаймасдан даромад олиш имкони мавжудлиги эса спекулятив операцияларнинг салбий томонини ўзида намоён этади. Натижада иқтисодий тараққиётда иллюзия юзага келади, бу молиявий инқирозни келтириб чиқарувчи омиллардан бири вазифасини ўтайди. Аниқ, тўлиқ ва замонавий ахборотларни олиш спекулятив операцияларнинг сал-

бий таъсирини камайтиради ҳамда бозордаги нархларни барқарорлаштиради.

Замонавий иқтисодиётда ахборотлар иқтисодий тизим самарадорлигига ва ишлаб чиқариш натижаларига таъсир қилувчи муҳим иқтисодий ресурсга айланмоқда. Эмитент компаниялар фаолиятининг шаффофлиги, улар тўғрисидаги ишочли ахборотлар акциялари нархини ва ликвидлигини ошириб, инвесторларни кўпроқ жалб этади. Лекин корхона фаолияти тўғрисидаги барча ахборотларни ошкор этиш бозордаги рақобатбардошлигини камайтиради. Шунинг учун жаҳон амалиётида тижорат ва давлат сири тўғрисидаги маълумотларга ойдинлик киритувчи меъёрий ҳужжатлар мавжуд. Улар корхораларнинг бозордаги рақобатбардошлигини сақлашга хизмат қилади.

Тижорат ва давлат сири акциялар ва бошқа қимматли қоғозларнинг инсайдерлик савдоси билан чамбарчас боғлиқ. Инсайдер нисбатан аниқ ва тўғри ахборотлар эвазига фонд бозорида акциялар котировкалари манипуляцияси ҳисобига фойда олади. Инсайдер корхонанинг кенг оммага эълон қилинмаган ички маълумотлар билан танишиш имкони орқали корхонанинг реал ҳолати тўғрисидаги ахборотга эга бўлади. Инсайдерлар корхона директорлари, менежерлари, амалдорлар, қимматли қоғозлар бозори қатнашчилари, аудиторлар, корхонанинг ишчи ходимлари бўлиши мумкин. Бутун жаҳонда инсайдерлик фаолияти қораланади, тақиқланади ва жазоланади. Айниқса, АҚШда мазкур ҳолатга қарши қаттиқ қонуний меъёрлар ишлаб чиқилган. Мамлакатда молия бозоридаги инсайдерлик фаолиятига, фирибгарликка ва ноқонуний савдога қарши кураш XX асрнинг 30-йилларидан бошланган.

Фикримизча, молия бозори барқарорлигини таъминлашда инсайдерлик фаолиятининг ҳам ижобий иқтисодий томонлари мавжуд. Агар инвесторлар фонд бозорида битимларни тузишда инсайдерлик маълумотларидан фойдаланмасалар, бозорда эмитент компания тўғрисидаги маълумотлар тўлиқ бўлмайди, бу қуйидаги оқибатларга олиб келиши мумкин:

– молиявий активлар баҳосидаги ўзгаришлар тез ва кутилмаганда юз беради. Агар инсайдерлик фаолиятига рухсат берилса, нархлар босқичма-босқич секинлик билан ахборотларнинг тарқалиш даражасига қараб ўзгаради, натижада акцияларнинг ликвидлик даражаси ортади. Бошқа томондан эса инсайдерлик фаолияти бозорнинг барча иштирокчилари учун трансакцион харажатлар кўпайишига олиб келади;

– инсайдерлик фаолияти акцияларнинг бозордаги котировкаларини уларнинг фундаментал қийматига яқинлаштиради ва баҳонинг объектив бўлишига хизмат қилади. Компаниянинг айрим имтиёз ва афзалликларини тақдим этаётганда инсайдерлик фаолияти жамиятда коррупция кучайишига, натижада бутун иқтисодий самарадорлик пасайишига сабаб бўлиши мумкин;

– инсайдерлик ахборотларидан фойдаланиш ҳисобига қўшимча даромад олиш имконияти акционерларнинг компания менежерлари устидан мониторинг олиб боришини рағбатлантиради ва уларни ўз фойдаларини кўзлаб фаолият юритишига имкон бермайди, натижада компания фаолияти яхшиланади. Бошқа томондан эса менежерларнинг инсайдерлик ахборотларидан фойдаланиш акционерларнинг трансакцион харажатларини кўпайтиради.

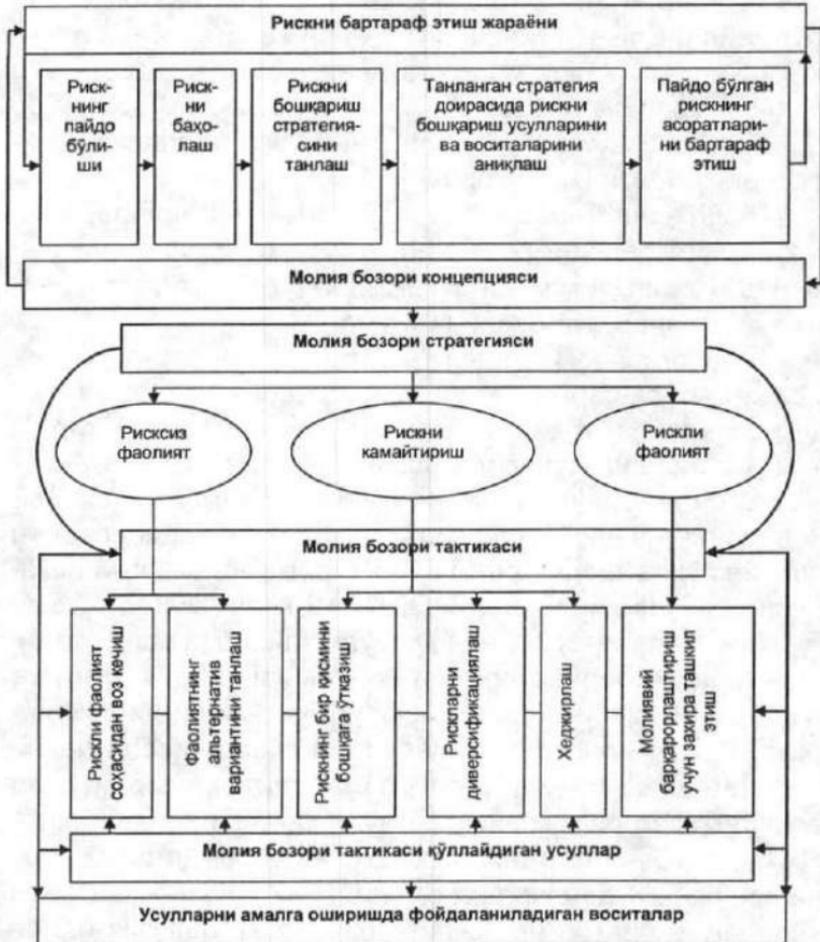
Бизнингча, инсайдерлик ахборотлари молия бозорига ҳар томонлама таъсир кўрсатади ва молия бозори барқарорлигини таъминлашда унинг салбий томонлари билан бирга ижобий томонларини ҳам инобатга олиш лозим.

Барча инвесторлар ҳам молия бозорида спекулятив мақсадни кўзлаб фаолият юритмайди. Уларнинг кўпчилиги учун қимматли қоғозлар нархининг барқарорлиги муҳим. Инвесторлар деривативлар бозоридаги воситалардан рискни камайтириш, курслар ўзгаришидаги рискни суғурталаш учун фойдаланишади. Бундай битимларда хеджирнинг контрагенти сифатида спекулянт рискни ўз зиммасига олади. Шунинг учун молия бозорида ҳам хеджирлар, ҳам спекулянтлар бўлиши талаб этилади, уларсиз кенг қўламли, ликвидли бозор тараққий этмайди. Молиявий активлар

валютавий, фоизли, кредит, ликвидлик, операцион, қонунларнинг ўзгариши, ҳисоб-китобларнинг тартибга солиниши ва бошқа бир қатор рискларни ўзида мужассамлайди. Бозорнинг ҳар қандай иштирокчиси ҳам бундай рискларнинг барчасини қабул қилишга тайёр бўлмайди. Улар деривативлардан фойдаланган ҳолда рискларни қайта гуруҳлашлари ва бартараф этишлари мумкин. Суғурта ва спекулятив функцияларни бажарган ҳолда деривативлар бозори ҳозирги кунда жаҳон молия бозорининг муҳим қисмига айланган. Лекин деривативлар алоҳида инвесторлар рискларини камайтирган эса-да, иқтисодиётда янги риск турларини вужудга келтирди. Улар инвесторларнинг алоҳида рискларини бутун иқтисодиётга тарқатди, оқибатда бутун иқтисодий-молиявий тизим беқарорлиги кучайди.

Тадқиқотларимизнинг кўрсатишича, молия бозори барқарорлигини таъминлаш мақсадида яратилган рискларни бошқариш концепцияси ушбу тизимдаги рискларни бартараф этиш жараёнини қамраб олади (1.3-расмга қаранг). Фикримизча, рискларни бартараф этиш жараёнини 5 босқичда амалга ошириш мақсадга мувофиқ. Дастлабки босқич рискнинг пайдо бўлиши, сўнгра уни баҳолаш, рискни бошқариш стратегиясини танлаш, танланган стратегия доирасида рискни бошқариш усулларини ва воситаларини аниқлаш, юзага келган риск асоратларини бартараф этиш. Узоқ муддатга мўлжалланган молия бозори концепцияси рискли ва рисксиз фаолият олиб бориш, рискни камайтириш стратегияларидан бирини танлаб иқтисодий ислохотлар олиб боришни талаб қилади. Ҳар бир танланган стратегия ўз усулларига таянган ҳолда амалга оширилади. Молия бозорида рисксиз фаолият юритиш стратегияси рискли фаолият соҳасидан воз кечиш, фаолиятнинг муқобил вариантини танлаш каби усулларга таянса, рискли фаолиятда рискнинг бир қисмини бошқага ўтказиш, рискларни диверсификациялаш, хеджирлаш усуллари қўлланади. Рискни камайтириш стратегияси молиявий барқарорлаштириш учун захира ташкил қилишни талаб этади. Шубҳасиз, молия бозорида рискларни бошқариш стратегияси-

ни амалга оширишда усуллардан самарали фойдаланиш унинг иқтисодий, молиявий тактикасига боғлиқ. Молия бозорида рискларни тактик бошқаришда стратегияни амалга ошириш усулларидан самарали фойдаланиш учун ўзининг аниқ воситаларига эга бўлиши зарур.



**1.3-расм. Молия бозори концепциясида рискларни бартараф этиш жараёни<sup>31</sup>**

<sup>31</sup> Муаллифлар томонидан тайёрланган.

Тадқиқотларимизнинг кўрсатишича, юқори риск даражаси билан амалиётда бўлувчи спекулятив капитал ўзининг иқтисодий асосига кўра қуйидаги зиддиятларни келтириб чиқаради:

– молиявий активлар асосида реал капитал ётади, лекин уларни ҳеч бир реал капитал билан мос қўйиб бўлмайди. Спекулятив капитал реал капиталга нисбатан мустақилдир. Унинг ҳаракати реал активлар ҳаракатига мос келмаслиги оқибатида реал ва молиявий активлар орасида тафовут вужудга келади, бу эса молиявий инқирозларни келтириб чиқаради;

– реал ишлаб чиқаришга қилинган инвестициялар қимматли қоғозларнинг бозордаги котировкаларини аниқлаб беради, аксинча, қимматли қоғозлар курси реал активларга қўйилмалар йўналишини кўрсатади;

– инвесторлар молиявий ёки реал активларга ўз маблағларини сафарбар этиш тўғрисидаги қарорлар қабул қилишда нафақат тармоқларнинг узоқ муддатли ўзгариш тенденциялари тўғрисидаги объектив иқтисодий маълумотларга асосланади, балки ўзининг ёки экспертларнинг келгуси иқтисодиёт тўғрисидаги субъектив танловларини ҳам инобатга олишади. Бугунги қарор келажакдаги воқеликни аниқлабгина қолмайди, балки келажакни баҳолаш бугунги кундаги қарорларни қабул қилишга таъсир этади;

– фонд бозорида спекулятив операцияларни амалга ошириш имкониятининг мавжудлиги ундаги ликвидлик даражасини оширади, реал инвестицияларга маблағларни жалб этиш жараёнини енгиллаштиради, иқтисодий ўсиш ва иқтисодиёт ривожланишини қўллаб-қувватлайди. Бошқа томондан, реал капитал кўпаймасдан даромад олиш компанияларни акцияларга сармояларини сафарбар этишга ундайди, оқибатда иқтисодиёт ривожидида иллюзия пайдо бўлади. Натижада корпорацияларнинг фундаментал ва бозор қиймати ўртасидаги номутаносиблик молиявий инқирозни шакллантирувчи омил вазифасини ўтайди;

– реал ва молиявий активлар таркибий ўзгаришларининг турлича тезлиги ҳам уларнинг қиймати ўртасидаги

фарқни келтириб чиқариши ва молиявий инқирозга олиб келиши мумкин;

– спекулятив операцияларни амалга ошириш мақсадидаги инвесторлар орасида молиявий активлардаги рискларни тўлиқ қабул қилишда фарқлар мавжуд. Рискларни бар-тараф этиш, камайтириш ёки иштирокчиларга активларни бир-бирига боғлиқ бўлмаган ҳолда қайта гуруҳлаб битимлар тузиш турли шаклдаги деривативлар орқали амалга оширилади. Деривативлар орқали инвесторлар рискининг камайтирилиши янгича тизимли рискни келтириб чиқаради, яъни бир инвестордаги риск бутун молия тизимига ўтади, бу молия тизими беқарорлигини кучайтиради.

Жаҳон молия бозорини тўлқинлантирган ипотека инқирози унга кенг жалб этилган томонларнинг турли тасавурларига қаттиқ зарба берди. Турли агрессив реклама-лар таъсирига берилган ва катта миқдорда кредит олмаган АҚШнинг оддий уй хўжаликлари ва йирик Америка банклари умидсиз қарздорларга ҳеч қандай таъсирларсиз кредит беришлари ҳамда катта миқдордаги шубҳали кредитлар пакетини секьюритизация йўли билан облигацияларга алмаштириб, мос равишда бундай облигацияларни сотиб олган банкларда ипотека кредитларини олган мижозлар рискининг туғилиши ҳамда мазкур қимматли қоғозларни чиқарганларга ва эга бўлганларга иккиланмасдан юқори кредит рейтингини берган рейтинг агентликлари инқироз юзага келишига асосий сабаб бўлдилар.

Шуни ҳисобга олиш лозимки, жами иккиламчи ипотека бозори кредитларининг 75% секьюритизация қилинган, ишонч билан айта оламиз, ушбу муаммо вақтинчалик характерга эгамас. Бугунги кунда катта миқдордаги кредит шартларини таъминлаган ҳолда ўз вақтида қайтариш қийин бўлган секьюритизацияланган ипотека кредитлар АҚШ молия тизимининг таназзулга юз тутишига олиб келди. Бошқача айтганда, ипотека бозорига меъёридан ортиқча ишонч АҚШ молия тизимининг мазкур тузоққа тушишига сабаб бўлди.

Халқаро молия бозорининг ривожланиши ва уни тар-

тибга солиш муаммоларига бағишланган тадқиқотлари-  
мизнинг кўрсатишича, халқаро молия бозори секторлари  
тадрижий равишда муайян босқичларда шаклланган.

### 1.1-жадвал

#### Халқаро молия бозорининг таркибий тузилиши ва унинг шаклланиш босқичлари<sup>32</sup>

Босқичлар	Йиллар	Халқаро молия бозорининг таркибий тузилишидаги ўзгаришлар
Биринчи босқич	1860-йиллар	Ташқи савдонинг ривожланиши. Халқаро валюта бозорининг пайдо бўлиши
Иккинчи босқич	1950-йиллар	Миллий кредит бозорларидаги операцияларнинг байналмилаллашуви
	1960-йиллар	Халқаро кредит бозорининг шаклланиши
Учинчи босқич	1970-йиллар	Узоқ муддатли капиталлар халқаро бозорининг шаклланиши. Миллий фонд бозорларининг эркинлаштирилиши. Халқаро фонд бозорининг шаклланиши
	1980-йиллар	Трансмиллий банклар ва компанияларнинг жадал суръатларда ривожланиши. Халқаро фонд бозорларининг янада кенгайиши. Халқаро сугурта бозоридаги дастлабки тизимли операцияларнинг амалга оширилиши. Халқаро кредит бозоридаги операцияларнинг тараққий этиши
Тўртинчи босқич	1990-йиллар	Халқаро молия бозори фонд сегментининг жадал ривожланиши. Халқаро деривативлар бозорининг шаклланиши.
	2000-йиллар	Халқаро деривативлар бозорининг жадал ривожланиши

<sup>32</sup> Тадқиқот натижаларига асосланиб муаллифлар томонидан шакллантирилган.

1.1-жадвал маълумотларидан кўринадикки, халқаро молия бозори ривожланишининг охириги босқичида фонд сегменти ва халқаро деривативлар бозорлари жадал ривожланган. Уларнинг реал иқтисодийёт билан номувофиқ ривожланиши натижасида 2008 йили жаҳон молия бозорида инқирозлар пайдо бўлди. Халқаро молия бозорида етакчи индекс кўрсаткичларининг кескин тушиши молия бозорига нисбатан глобал ишончсизликнинг кучайиши оқибатидир. Жаҳон биржалар федерацияси (ЖБФ) аъзоларида фонд бозори капиталлашуви ҳисобидан ўз миллий валюталарида 2008 йилга нисбатан 2009 йили ўртача 38 фоизга, АҚШ долларларида эса 44,9 фоизга ижобий индекс ўзгаришларига эга бўлган. Бу кўрсаткич 2007 йилга нисбатан 2008 йили мос равишда 41,9%га ва 43,8%га пасайган, 2006 йилга нисбатан 2007 йили мос равишда 12,4%га ва 18,3%га ўсган (1.2-жадвалга қаранг). 2010 йили ҳам ўсиш тенденцияси кузатилди.

## 1.2-жадвал

**Жаҳон биржалар федерацияси аъзоларида бозор капиталлашуви ҳисобидан фонд бозори индексларининг ўзгариши (%да)**<sup>33</sup>

Вақт зонаси	Миллий валютада ўртача ўзгариш				АҚШ долларларида ўртача ўзгариш			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Америка	8,8	-39,0	34,0	12,8	11,6	-41,0	40,8	13,7
Осиё ва Тинч океани ҳавзаси	29,1	-47,9	52,0	5,5	36,5	-45,5	57,6	12,8
Европа/Африка/Ўрта Шарқ	4,3	-40,3	30,8	8,3	13,2	-46,5	39,2	6,0
<b>ЖБФ бўйича ўртача</b>	<b>12,4</b>	<b>-41,9</b>	<b>38,0</b>	<b>9,3</b>	<b>18,3</b>	<b>-43,8</b>	<b>44,9</b>	<b>11,0</b>

<sup>33</sup><http://www.world-exchanges.org/statistics> – Жаҳон биржалар федерацияси сайти маълумотлари.

2008 йилга нисбатан 2009 йили биржаларнинг вақт зонаси бўйича энг яхши индекс кўрсаткичлари Америкадаги Buenos Aires Stock Exchange (Буэнос Айрэс сток эксчейнж, Аргентина) – 103,6%га; Осиё ва Тинч океани ҳавзасидаги Colombo Stock Exchange (Колумбо сток эксчейнж, Шри-Ланка) – 125,2%га; Shenzhen Stock Exchange (Шензен сток эксчейнж, Хитой) – 117,1%га; Европа, Африка ва Ўрта Шарқдаги Istanbul Stock Exchange (Истанбул сток эксчейнж, Туркия) – 96,6%га ижобий ўзгарган. 2010 йили ҳам шу каби бир қатор фонд биржаларда мазкур ҳолат давомийлиги кузатилган. Энг яхши индекс кўрсаткичлари Colombo Stock Exchange – 96,0%га, Tehran Stock Exchange (Техран сток эксчейнж, Эрон) – 68,2%га, Lima Stock Exchange (Лима сток эксчейнж, Перу) – 65,0%га, Buenos Aires Stock Exchange – 48,8%га ўзгарган. Мазкур ўзгаришларни молиявий инқирозни бартараф этишга қаратилган халқаро саммитлар ва турли анжуманлар натижаси деб баҳолаш мумкин.

Бугунги кунга келиб глобал молиявий бозорда деривативлар билан боғлиқ операцияларнинг кескин кўпайиши бозордаги спекулятив амалиётни кучайтириш билан бирга иқтисодиётда молиявий «кўпиклар»ни ҳам келтириб чиқаргани инқироз натижасида ойдинлашди. 2006 йил охирида биржадан ташқари бозорда ҳосила молиявий воситаларнинг номинал қиймати 418 трлн АҚШ доллари, 2007 ва 2008 йиллари мос равишда 595 ва 591 трлн АҚШ долларини ташкил этган. Шунга қарамай, 2008 йил июнь ойида мазкур кўрсаткич энг юқори даража – 684 трлн АҚШ долларига етган.<sup>34</sup>

Жаҳон ялпи ички маҳсулоти (ЯИМ) 2006, 2007, 2008 йиллари мос равишда 48, 55 ва 61 трлн АҚШ долларини ташкил этганини ҳисобга олсак<sup>35</sup>, ЯИМга нисбатан ҳосила

---

<sup>34</sup>Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган (<http://www.bis.org/statistics>).

<sup>35</sup>ХВФнинг Global Financial Stability Reports 2007, 2008, 2009 october нашрлари асосида муаллифлар томонидан тузилган ([www.imf.org/GFSR](http://www.imf.org/GFSR)).

молиявий воситаларнинг номинал қиймати ушбу даврий ораликда мос равишда 9, 10 ва 9 баробар ортиқ бўлган. Демак, уларнинг ЯИМга нисбатан қарийб 10 баробардан ошиб кетиши иқтисодиётнинг молия секторидида инқирозни келтириб чиқарувчи омил деб хулоса қилишимиз мумкин. Лекин 2009 йили қимматли қоғозлар ҳосилалари бозорида инқирознинг давомийлиги кузатилди. Жаҳонда қимматли қоғозлар ҳосилалари билан 2009 йили энг кўп савдо қилган биржаларда мос равишда Hong Kong Exchanges (Гонг-Конг эксчейнжс) 25,2%га; Deutsche Bourse (Дотче борс, Германия) 46,8%га; SIX Swiss Exchange (Сикс свис эксчейнж, Швейцария) 38,1%га пасайиш кузатилган. 2007 йилга нисбатан 2008 йили Korea Exchange (Корея эксчейнжс)да 48,2%га пасайиш бўлиб, 2009 йили 2008 йилга нисбатан 103,2%га ошган (1.3-жадвалга қаранг). 2010 йили келтирилган биржалар ичида Deutsche Bourse биржасидан ташқари барча биржаларда ўсиш кузатилган.

2007 йилдан 2009 йилгача ЖБФга аъзо энг биринчи бешталик биржаларда ўрта ҳисобда акцияга опцион битимлар сони 24%га, акцияга фьючерс битимлари сони эса 78 %га, етакчи индексларда тузилган опцион битимлари сони 19%га, етакчи индексларга фьючерс битимлари сони 67%га тушган.<sup>36</sup> Таҳлил маълумотларидан кўринадик, 2008 – 2009 йиллари инқироз оқибатида молиявий бозорларда сотилган ҳосилавий қимматли қоғозлар сонидида пасайиш тенденцияси кузатилган. 2010 йили акцияга опцион битимларидан ташқари юқоридаги барча кўрсаткичларда ўсиш юз берган (1.4-жадвалга қаранг).

Тадқиқотлар натижасига асосланиб замонавий халқаро молия бозорининг ривожланишига хос қуйидаги тенденцияларни аниқлашга эришдик:

– молия бозори барча секторларининг жадал суръат-

---

<sup>36</sup> <http://www.world-exchanges.org/statistics> – Жаҳон биржалар федерацияси сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

1.3-жадвал

**Қимматли қозозлар деривативлари билан 2010 йили энг кўп савдо қилган йirik биржалар (деривативлар қиймати млрд АҚШ доллари)<sup>37</sup>**

Биржа номлари	2007 йил	2006 йилга нисбатан ўзгариш (%)	2008 йил	2007 йилга нисбатан ўзгариш (%)	2009 йил	2008 йилга нисбатан ўзгариш (%)	2010 йил	2009 йилга нисбатан ўзгариш (%)
Hong Kong Exchanges (Гонг-Конг)	611	165,6	574,5	-5,9	429,7	-25,2	534,0	24,3
Korea Exchange (Корея)	73	66,0	85,7	17,8	174,1	103,2	354,3	103,5
Deutsche Bourse (Германия)	440	53,8	165,3	-62,5	87,9	-46,8	79,6	-9,4
SIX Swiss Exchange (Швейцария)	63	61,5	55,9	-11,5	34,6	-38,1	38,1	10,1

<sup>37</sup> <http://www.world-exchanges.org/statistics> – Жаҳон биржалар федерацияси сайти маълумотлари.

## 1.4-жадвал

**Қимматли қозғозлар деривативлари бозорида сотилган шартномалар сони**<sup>38</sup>

Ҳосила қимматли қозғозлар	2009 йили сотилган шартномалар сони	2010 йили сотилган шартномалар сони	Ўтган йилга нисбатан ўзгариш
Акцияларга опцион	3 635 879 423	3 631 758 302	-0,1%
Акцияларга фьючерс	640 057 555	786 014 934	22,8%
Акция индексларига опцион	4 154 023 417	5 027 813 199	21,0%
Акция индексларига фьючерс	1 820 000 622	1 880 659 638	3,3%
Облигацияларга опцион	232 564 941	254 534 664	9,4%
Облигацияларга фьючерс	828 370 054	1 029 469 038	24,3%

ларда ривожланиши билан бирга кечаётган байналмилаллашув ва глобаллашув жараёнлари чуқурлашуви;

– трансмиллий компаниялар, банклар ва глобал молия муассасалари, алоҳида давлатлар ва давлатлар гуруҳи ўртасидаги халқаро рақобатнинг кучайиши;

– чегараларни ошиб ўтадиган молиявий оқимларнинг юқори суръатларда ҳаракатланиши ва молия бозорининг тузилмавий секторлари ўртасидаги алоқадорликнинг ошиши;

– ахборот тизимлари ва электрон алоқа воситаларининг жадал суръатларда ривожланиши;

– бозорни бевосита тартибга солишнинг сусайтирилиши;

– молия бозори иштирокчилари фаолиятининг аъъанавий соҳалари ўзгариши (универсал банклар фонд секторидан андеррайтер, ташкиллаштирувчи ва трейдерларга айланмоқда; инвестиция банклари синдикатлашган кредитларни ташкиллаштирамоқда, лойиҳаларни молиялаш билан шуғулланмоқда; тижорат банклари инвестиция банкларининг аъъанавий фаолиятига аралашмоқда ва ҳ.к.);

<sup>38</sup> <http://www.world-exchanges.org/statistics> – Жаҳон биржалар федерацияси сайти маълумотлари.

– молия бозори иштирокчиларининг ихтиёрий қўшилиши ёки йирик иштирокчилар томонидан ўз таркибига олиниши кучаймоқда, бу молия бозорининг барча секторларида операцияларни амалга ошириш имконига эга универсал молиявий холдингларнинг юза келишига туртки бермоқда;

– молия бозоридаги операциялар rischi кучайишига сабаб бўлувчи деривативлар билан битимлар ҳажми ўсиш тенденциясига эга;

– АҚШ доллари мавқеининг тушиши ва қадрсизланиши, бу халқаро молия бозоридаги мувозанатнинг бузилишига, замонавий молия бозорининг инқироздан кейинги ривожланишига шарт-шароитлар яратишга хизмат қилиши мумкин.

Фикримизча, молиявий глобаллашув шароитида молия бозоридаги инқирозлар халқаро фонд бозорида икки турдаги қарама-қаршилиқни ўзида акс эттирган ҳолда шаклланган.

Биринчидан, ҳақиқий ва реал қийматга эга бўлмаган халқаро капитал ўртасида фарқнинг шаклланиши натижасида вужудга келади. Шубҳасиз, қимматли қоғоз шаклидаги ва тижорат фаолиятининг моддий асосидаги капитал орасида фарқ мавжуд. Қимматли қоғозлар кўринишидаги капитал истиқболдаги фойда мажмуаси сифатида баҳоланса, реал қийматга эга бўлмаган капитал эмитентнинг товарлар ва хизматлар айирбошлашдаги фойдасидан шаклланмасдан, балки бозорда уларнинг нархи турли сабабларга кўра ошишидан юзага келади. Яъни қимматли қоғозлар ва унинг моддий асоси ўртасида узилиш натижасида реал қийматга эга бўлмаган капитал шаклланади. Қандайдир вақтдан сўнг эса бозор иштирокчилари томонидан бу тушиниб етилади ва фонд бозорида нархларнинг умумий тушиши юз беради, яъни фонд бозоридаги инқироз юзага келади. Шунинг учун биринчи қарама-қаршилиқни «ортиқча баҳо» самараси деб номлаш ҳам мумкин.

Иккинчидан, жаҳонда мамлакатларга тақсимланган

капиталдан тўлиқ ҳажмда, бир вақтнинг ўзида, самарали фойдаланиш имкониятининг йўқлиги. Натижада ривожланган мамлакатлар фойдасига жаҳондаги капитал халқаро фонд бозори орқали қайта тақсимланади. Яъни жаҳондаги ривожланган мамлакатлар халқаро молия бозори орқали жаҳон хўжалигидаги асосий капитални ўзида жамлайди. Лекин маълум вақтдан кейин асосий молиявий марказларга кириб келган капитал бозордаги мукамал рақобат шароитида ҳақиқий капитал кўринишига эга бўлмайди. Шунинг учун бундай капитал ўзига талабни кўпайтириш мақсадида оширилган миқдорларда халқаро молия бозорларига йўналтирилади, чунончи, ривожланаётган мамлакатлар қимматли қоғозлари юқори даромадли қилиб кўрсатилади, бу «ортиқча баҳо» самараси сингари уларнинг бозор баҳоси ошишига сабаб бўлади. Оқибатда ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларида инқирозни келтириб чиқаради, бир вақтнинг ўзида ривожланган мамлакатлар инвесторларига тегишли капиталлар қадри тушишига олиб келади.

Халқаро фонд бозорида нархларнинг кескин пасайиши натижасида юзага келган инқирозларни ўрганишга бағишланган тадқиқотларимизнинг кўрсатишича, ўтган асрдан ҳозиргача халқаро молия бозори инқирозлари барча мамлакатлар доирасида 5 маротаба юзага келган. 1.5-жадвал маълумотларидан кўринадики, 90-йилларда барча фонд бозорларидаги инқирозларнинг салбий оқибати оғир кечган (1929 – 1933 йиллардаги фонд бозорига эга жаҳоннинг барча мамлакатларидаги инқирозлар бундан мустасно), айниқса, ривожланаётган мамлакатлар кўпроқ азият чеккан. Бу ерда қимматли қоғозлар нархларининг пасайиши нафақат тизимли, балки ривожланган малакатларга қараганда шиддатлироқ тус олган. Ривожланган малакатларда ўсаётган қарздорлик муаммосининг ҳал этилмаслиги 90-йилларда уларнинг қимматли қоғозлар баҳоси беқарорлигининг асосий сабабларидан биридир. Бу ўша давлатлар фонд бозорларида инқирознинг тизимли пайдо бўлишига олиб келган. Лекин 2008

йили бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози 1929 – 1933 йиллардаги инқироз даражасига етганини кўришимиз мумкин.

## 1.5-жадвал

Халқаро молия бозори инқирозлари<sup>39</sup>

Йиллар	Тарқалиш ҳудуди ёки таъсир доираси	Нархлардаги тахминий пасайиш, (%)
1929 – 1933	Фонд бозорига эга жаҳоннинг барча мамлакатларида	40 дан 80 гача
1957	АҚШ	20
1962	АҚШ, Европа	15
1966	Япониядан ташқари барча мамлакатлар	15
1974	Ривожланган мамлакатлар	25
1977	АҚШ	10
1981	Барча мамлакатларда	10
	Лотин Америкасида	40
1987	Лотин Америкасида	30
1990	Барча мамлакатлар	30
1992	Европа	8
1995 – 1996	Япония ва Жануби-Шарқий Осиёда	15
1998	Лотин Америкасида	40
	Россияда	тахминан 8 – 10 баробар
2001	Барча мамлакатлар	10
2008	Барча мамлакатлар	43

Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари ҳолатини баҳолаш анча қийин, кўп сабабларга кўра фонд бозорини тартибга солувчи зарур чора-тадбирлар қабул қилиш жараёни аксарият ўз вақтида амалга оширилмайди. Оқибатда халқаро фонд бозориди инқирозлар пайдо

<sup>39</sup> World Stock Market Indices ва ЖБФ сайти маълумотлари асосида ҳисобланган. <http://www.globalfindata.com> ва <http://www.world-exchanges.org/statistics> сайтларига қаранг.

бўлади, уни бартараф этишнинг махсус механизмлари вужудга келади.

Фикримизча, халқаро фонд бозори инқирозлари халқаро молия бозорининг ўзига хос турли рискларни кўрсатувчи жараёнларидан биридир. Инқироз давридаги рисклар мамлакатлар ва халқаро фонд бозорларига хос рисклардан келиб чиқади. Бир мамлакат фонд бозоридан четга капитални чиқариш натижасида икки хил валюта ва сиёсий риск турлари пайдо бўлади. Бундай рискларни суғурталашни қимматли қоғозларнинг ўзига хос ҳосиласи воситаларидан фойдаланиш орқали ёки мамлакатлар қимматли қоғозларига инвестицияларни диверсификациялаш йўли билан амалга оширилиши мумкин.

Европадаги кўплаб мамлакатларнинг ягона валюта – еврога ўтиши улар орасидаги муносабатларда валюта рискни бартараф этди. Лекин фонд бозорининг бошқа қатнашчилари орасидаги ўзаро муносабатларда валюта rischi сақланиб қолмоқда. Умуман, бу жараён халқаро фонд бозоридаги валюта rischi даражаси жиддий равишда камайишига олиб келди.

Халқаро фонд бозорида инқирозларни башоратлаш жуда қийин. Ривожланган мамлакатлар фонд бозорлари ҳолатини баҳолаш етарли даражадаги профессионализм билан амалга оширилади, шунинг учун унинг қатнашчилари, одатда, давлат билан бирга акциялар бозор баҳосидаги кескин тебранишларни бартараф этишга қаратилган турли чора-тадбирларни қабул қилишади. Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари ҳолатини баҳолаш анча қийин, кўп сабабларга кўра фонд бозорини тартибга солувчи зарурий чора-тадбирлар қабул қилиш жараёни кўпинча ўз вақтида амалга оширилмайди. Натижада халқаро фонд бозорида инқирозлар пайдо бўлади, уни бартараф этишнинг махсус механизмлари вужудга келади.

Бир компания акция нархининг тушиши билан шу компания билан бевосита боғлиқ бошқа компания акция нархининг тушиши ўртасида кучли корреляцион боғлиқлик мавжуд. Яъни маълум бир гуруҳ акциялар нархлари па-

саяди, бу биринчи гуруҳ компанияларидан каттароқ бўлган иккинчи гуруҳ компаниялар акциялари нархларининг тушишига олиб келади. Мазкур жараён кенгайиб инқироз ривожланиб боради. Натижада кўплаб компаниялар акциялари нархларининг ёппасига тушиши содир бўлади. Акциялар нархи тушишининг миқдорий ҳажми бозорнинг «керагидан ортиқча қизиш» даражаси унинг иштирокчилари томонидан қанчалик англаб етилишига боғлиқ. Инқироздан чиқиш уни бартараф этиш чоралари оқибатида босқичма-босқич акциялар нархининг инқироз юзага келган даражага кўтарилиши билан кўзга ташланади. Халқаро фонд бозоридаги инқирознинг юзага келиш сабаби ва даражасига боғлиқ равишда уни бартараф этиш бир неча кундан бир неча ойгача давом этиши мумкин. Объектив сабаблар ёки фонд бозори инқирозидан чиқишнинг муқаррарлиги акциялардан таркиб топган капитал таркибига боғлиқ. Бозор иштирокчилари томонидан унга нисбатан ишончнинг қайта тикланиши бозорга пул маблағларини қайтаради ва яна акциялар нархи ўсиб бораверади.

Хулоса ўрнида таъкидлаш мумкинки, молиявий глобаллашув шароитида молия бозоридаги инқирозларнинг ривожланиши жадаллашган. Халқаро молия бозори ривожланишининг охириги босқичида иқтисодиётнинг реал сектори ва молия тизими ўртасида номувофиқлик кескинлашиб кетган, реал қийматга эга бўлмаган молиявий активлар кўпайган.

### 1.3. Инвестиция фондларининг молия бозорида тутган ўрни, асосий турлари ва уларни тартибга солишнинг илғор хориж тажрибаси

Молия бозори иштирокчилари орасида инвестиция фондлари муҳим ўрин тутди. Кўпчилик ҳолларда инвестиция фонди деганда хусусий шахслар ва компанияларнинг пул маблағларини жамловчи, кейинчалик уларни фонд бозорига жойлаштирувчи фонд тушунилади.

Инвестиция фондлари ўз акцияларини муомалага чиқариш орқали пул маблағларини жалб этадилар, сўнгра уларни бошқа корпорацияларнинг қимматли қоғозларига инвестиция қиладилар.

Foreign and Colonial Government Trustнинг 1868 йили ташкил этилиши англо-саксон давлатларида инвестиция фондлари фаолияти бошланишини белгилаб берган, Голландияда инвестиция фондлари (Eendragt Maakt Magt) 1774 йилдан пайдо бўлган.<sup>40</sup>

Инвестиция фондининг фаолияти қуйидаги муносабатларни қамраб олади:

– инвесторларнинг пул маблағлари ва бошқа мулкларини жалб қилиш;

– инвесторлар мулкни ягона мулк мажмуи (фонд)да бирлаштириш ва тасарруфини инвестиция фондининг ўзига ёки ихтисослашган бошқарув компаниясига бериш;

– инвестицион даромад (дивиденд, фоиз ва ҳ.к.) кўринишида ёки инвестиция объектларини қайта сотишдан фойда олиш мақсадида фонд маблағларини диверсификация тамойилига амал қилган ҳолда қимматли қоғозлар ва бошқа инвестиция объектларига жойлаштириш.

Инвестиция фондларининг ўзига хос жиҳати шундаки, уларнинг иштирокчилари сифатида фонд бозорида умуман тажрибага эга бўлмаган кенг жамоатчилик вакилла-

---

<sup>40</sup> Geert Rouwenhorst K. The Origins of Mutual Funds. – New Haven, 2003. – P.30.

ри ҳам қатнашиши мумкин. Ушбу иштирокчилар мустақил ҳолатда фаолият юритганда рискларни тўғри баҳо-лолмаслиги, турли фирибгарликлардан ўзини ҳимоя қилолмаслиги ҳам мумкин. Айни пайтда, улар томонидан инвестиция маблағларининг бой берилиши кескин ижтимоий зиддиятларга ҳам сабаб бўлиши мумкин. Шу боисдан инвестиция фондлари давлат томонидан қатъий тартибга солинади.

Инвестиция фондига киритилган маблағлар инвестиция объектлари бозор қийматининг ошишидан даромад кўринишида, уларни қайта сотишдан фойда, дивиденд, купон ва бошқа тўловлар кўринишида даромад олиш мақсадларидагина инвестиция қилиниши мумкин.

Инвестиция фондларининг активлари диверсификацияланган ҳолда инвестицияларга сафарбар этилади. Инвестиция фондлари активларини диверсификациялаш бўйича талаблар қонунчиликда қатъий кўрсатилиши ҳам мумкин. Бунда бир эмитентнинг қимматли қоғозларига кўпи билан қанча миқдорда фонд активларини жойлаштиришни кўзда тутувчи чекловлар, муайян қўйилма объектларини харид қилиш бўйича тақиқлар ва чекловлар белгиланиши эҳтимол.

Ҳозирда жаҳонда инвестиция фондларининг умумий тан олинган қоидалари мавжуд бўлмаса-да, аммо уларнинг ўзига хос хусусиятлари, гуруҳлаш шартлари мамлакатларнинг миллий қонунчилиги, ўз-ўзини бошқарувчи ташкилотларнинг стандартлари, рейтинг агентликларининг усуллари, инвестиция фонди ва бошқарувчи компаниянинг тартиблари орқали ўрнатилади.

Инвестиция фондларини таснифлашнинг асосий мезонлари сифатида қуйидаги хусусиятлардан фойдаланиш мақсадга мувофиқ:

- инвестиция фондининг ташкилий-ҳуқуқий шакли;
- инвестиция фонди қимматли қоғозлари эгаларининг талабларига кўра уларни сўндириш бўйича мажбуриятларнинг мавжудлиги;
- фонд инвестицион сиёсати;

– инвестицияларни актив ва пассив бошқариш стратегияси;

– инвесторларнинг имкониятлари ва ҳ.к.

Фикримизча, инвестиция фондларини юқоридаги мезонларга кўра қуйидагича таснифлаш мақсадга мувофиқ (1.6-жадвалга қаранг).

Ташкилий-ҳуқуқий шаклига кўра инвестиция фондларини акциядорлик, шартномали ва траст инвестиция фондларига бўлиш мумкин.

*Акциядорлик жамиятлари кўринишида ташкил этилган инвестиция фондларида* инвесторлар томонидан фондга берилган мулк инвестиция фонди мулкига айланади, уни тасарруф этиш фонднинг бошқарув органлари ёки ваколатли бошқарув компанияси томонидан амалга оширилади.

Европа Иттифоқи ва АҚШда очиқ акциядорлик инвестиция фондларини тузишга рухсат берилган. АҚШда очиқ турдаги инвестиция фондларининг<sup>41</sup> умумий инвестиция фондлари активларидаги улуши 90 фоиздан ортади.

*Шартномали инвестиция фондларига* пай инвестиция фондларини, банк бошқарувидаги умумий фондларни ва ипотека билан таъминланган фондларни киритиш мумкин.

Шартнома типдаги инвестиция фондини ташкил этишда эса инвесторнинг фондга киритадиган маблағлари инвестиция фонди номига очиладиган банк ҳисоб рақамлари ва депо ҳисоб варағидаги ягона мулк мажмуида бирлаштирилади. Ушбу мулк мажмуини тасарруф этиш ва фонд иштирокчилари билан муносабатлар фонднинг махсус депозитарийси назорати остида бошқарувчи компания томонидан амалга оширилади. Инвесторлар ва бошқарувчи компания ўртасидаги ўзаро муносабатлар

---

<sup>41</sup> АҚШда очиқ турдаги инвестиция фондлари mutual funds (биргаликдаги, ўзаро фондлар) атамаси билан юритилади.

1.6-жадвал

Инвестицион фондларнинг таснифланиши<sup>42</sup>

Инвесторлар имкониятларига кўра	↑	Тажрибали инвесторлар учун фондлар	Турли тоифадаги барча инвесторлар учун фондлар	Венчур инвестиция фондлари
Инвестицион стратегиясига кўра	↑	Актив (фаол) бошқариладиган инвестиция фондлари	Пассив бошқариладиган инвестиция фондлари	Ипотека фондлари
Инвестицион сиёсатига кўра	↑	Пул бозори фондлари	Облигация фондлари	Кўчмас мулк фондлари
Фонд қимматли қозғаларини сўндириш мажбуриятининг мавжудлигига кўра	↑	Акция фондлари	Араш инвестиция фондлари	Интервал инвестиция фондлари
Ташкилий-ҳуқуқий шаклига кўра	↑	Очиқ инвестиция фондлари	Ўқиб инвестиция фондлари	Траст инвестиция фондлари
		Акциядорлик инвестиция фондлари	Шартномали инвестиция фондлари	

<sup>42</sup> Тадқиқот натижалари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

ишончли бошқарувнинг стандарт келишувлари асосида тартибга солинади.

Одатда, инвестиция фонди маблағларини жойлаштириш билан ўз хизмати учун муайян мукофотларга эга бўлувчи бошқарувчи компания шуғулланади. Инвестиция фондларининг бундай тарзда фаолият юритиши турли характердаги рисклар билан боғлиқ эса-да, улар инвесторлар (фонднинг пайчилари ва акциядорлари) учун кенг имкониятларни тақдим этади.

*Пай инвестиция фондларида* пайчилар маблағлари хавфсизлигини таъминлаш мақсадида қатор ташкилий тузилмалар фаолият юритади:

- бошқарувчи компания (фонд мулкани бошқаради);
- ихтисослашган депозитарий (фонд активлари ҳисобини юритади, сақлайди, бошқарувчи компания фаолиятини назорат қилади);
- ихтисослашган рўйхатга олувчи (регистратор) (фонднинг инвестицион пайлари эгалари реестрини юритади, пайларга эгалик ҳуқуқи ва пайлар билан амалга оширилган операцияларни тасдиқловчи ҳужжатларни беради);
- аудитор (фонд фаолиятининг мажбурий аудитини ўткази);
- мустақил баҳоловчи (пай инвестиция фондининг активлари бозор қийматини мустақил тарзда баҳолайди);
- инвестицион пайларни бериш ва сўндириш бўйича агентлар (фонднинг бошқарув компанияси номидан пайларни беради ва сўндиради).

Пай инвестиция фондининг бу каби хусусиятлари тажрибасиз инвесторларнинг мазкур фондларга қатнашиш имкониятини оширади, фонднинг бошқарувчи компаниялари таъсисчилари билан боғлиқ рискларни чеклашдаги самарали механизмини ташкил этади. Акциядорлик жамиятлари билан таққослаганда пай инвестиция фондининг бош афзаллиги шартномали фондлар сифатида (ёпиқ шаклидан ташқари) уларда акциядорларнинг умумий йиғилиши мавжудмаслигидир. Ушбу ҳолат очик ва

интервал инвестиция фондлари фаолиятини юритишни соддалаштиради ва арзонлаштиради.

XX асрнинг 70-йиллар охирида АҚШда пай фондлари юзага келган ва тезлик билан инвесторлар эътиборини ўзига жалб қилган, бу шароитда таклиф этилаётган банк фоизларининг ўлчами жуда паст эди, жорий инфляция суръатларини ҳам қопламаган. Пай инвестиция фондларининг юзага келиши муаммони ечишнинг муҳим омили бўлган. Пай инвестиция фондлари корсерватив хорижий инструментларни сотиб олиш учун инвесторлар маблағларини бирлаштириш тамойили бўйича фаолият кўрсатган. Ишлаб чиқилган режага кўра фаолият юритиш йиллик 20%гача даромадлиликни таъминлаган.

Шартномали инвестицион фондларнинг бошқа тури *банк бошқарувидаги умумий фондлар* (ББУФ) ҳисобланади. Бундай фондларнинг кўп хусусиятлари пай инвестиция фондлари сингари, улар ҳам ишончли бошқарув шартномаси асосида ўз таъсисчилари маблағларини жалб этади, уларни турли объектларга инвестициялаш учун бирлаштириш ҳуқуқига эга.

Пай нивестиция фонди ва ББУФда бир қатор муҳим фарқлар ҳам мавжуд. ББУФ мулкани банк бошқаради, унинг учун махсус бошқарувчи компанияни тузиш шартмас. Таъсисчиларнинг ББУФ мулкидаги улуши пай инвестиция фондларидан фарқли равишда қимматли қоғоз шаклида бўлмайди, олди-сотди ва бошқа битимлар объекти ҳисобланмайди, фонддаги улушлар номи ёзилган сертификатлар орқали тасдиқланади. ББУФнинг улуш сертификатлари очиқ турдаги пай инвестиция фондлари каби фақат ўз банкига сотиб олиш учун тақдим этилиши мумкин. ББУФнинг маблағларини банклар пай инвестиция активлари рўйхатига нисбатан кўпроқ йўналишларга, жумладан, векселлар, қимматбаҳо тошлар ва металллар, ҳосила ёки муддатли бозор воситаларига инвестиция қилиши мумкин. ББУФ фаолиятида, одатда, махсус депозитарий ва рўйхатга олувчилар талаб этилмайди. ББУФ фаолияти нафақат инвестиция фондини тартибга солув-

чи меъёрий ҳужжатлар билан, балки банк фаолиятини тартибга солувчи ҳужжатлар билан ҳам мувофиқлаштириб борилади.

ББУФ пай инвестиция фаолиятини тартибга солишга қараганда эркин эса-да, амалиёт кўрсатадики, инвесторлар қаттиқ назорат қилинувчи фолиявий воситачиларга кўпроқ ишонишади. Шунинг учун пай инвестиция фондлари активлари ББУФ активларидан 10 баробардан кўпроқ.

Ёпиқ пай инвестиция фондлари каби шартномали инвестиция фондларига *ипотека билан таъминланган фондларни* келтириш мумкин. Бундай фондлар умумий улуш мулклари асосида унинг эгаларига тегишли мол-мулк шаклида ипотека таъминотининг ишончли бошқарув таъсисчилари билан ташкил этилади. Ипотека таъминотини шартномага қўшиш бошқарувчи томонидан берилган ипотека сертификатлари орқали амалга оширилади. Ипотека таъминоти бошқарувчилари, одатда, нодавлат пенсия фондларини, пай инвестиция фондларини ва бошқа инвестицион фондларни бошқариш бўйича лицензияга эга тижорат ташкилотлари бўлади. Инвестицион пайлар сингари иштирокчилар ипотека сертификатлари ҳам эмиссия қимматли қоғози ҳисобланмайди, номинал қийматга эга бўлмайди ва нақд кўринишда чиқарилмайди. Бундай қимматли қоғозлар бозорда, жумладан, савдо ташкилотчилари орқали эркин муомалада бўлади. Иштирокчиларнинг ипотека сертификатлари ёпиқ пай инвестиция фондлари пайларига яқин тушунча, улар эгаларига бошқарувчи компания томонидан сертификатларни сўндиришни талаб қилиш ҳуқуқини бермайди.

Буюк Британияда инвестиция фондлари *бирлашган трастлар* (Unit trust) ёки пай трастлари ва *инвестиция трастлари* кўринишида фаолият юритади.

Мамлакатда бирлашган трастлар фаолиятини самарали тартибга солиш мақсадида уларнинг инвестиция сиёсатига нисбатан қуйидаги чекловлар белгиланган:

– товарлар ва кўчмас мулкка инвестиция қилинишига рухсат этилмайди;

– инвестиция портфели қийматининг минимум 75 фоизи тан олинган фонд биржаларида котировкаланган қимматли қоғозларга қилинган инвестициялардан ташкил топиши керак. Максимум акцияларнинг 25 фоизи листингга киритилмаган акциялардан, максимум 5 фоиз портфель котировкаланмаган акцияларга инвестициялардан ташкил топиши мумкин;

– битта компания акцияларининг 10 фоиздан ортиғига эгалик қилинмаслиги лозим;

– инвестиция амалга оширилган пайтда битта компания акцияларига қилинган инвестициялар бирлашган траст портфели қийматининг 5 фоиздан ошмаслиги даркор. Инвестиция амалга оширилгач акцияларнинг қиймати ошса, траст портфелининг 7,5 фоизига қадар интервенция қилиш талаб этилмайди.

Трастлар фаолиятининг мақсади шундаки, инвестор ўзининг пул тўловларини ишончли бошқарувга топширади. Пай баҳоси бирлашган трастнинг портфелида жойлашган қимматли қоғозларнинг умумий қийматини чиқарилган пайларнинг миқдорига бўлиш йўли орқали аниқланади. Талаб ошганда бошқарувчилар янги пайларни чиқариш ҳақида қарорга келишади.

Кейинги йилларда Буюк Британияда юнит-трастлар ўрнига очиқ инвестицион компаниялар юзага кела бошлади.

Инвестиция трастлари бирлашган трастларга ўхшаб кетади, чунки улар ҳам жисмоний ва юридик шахсларга диверсификациялашган активлар портфелидан муайян улушга эга бўлиш имконини беради. Бошқа томондан, инвестиция трастлари бирлашган трастдан фундаментал жиҳатдан фарқланади. Инвестиция трастларининг реклама қилиш кўлами чекланган, ўз акцияларини сотиш учун реклама қилиши тақиқланади.

Қолаверса, инвестиция трастлари бирлашган трастлардан фарқли равишда варрант ва бошқа қарз мажбуриятларини (debentures) эмиссия қилишлари мумкин. Инвестиция трастлари ёпиқ турдаги фонд шаклида ташкил этил-

са, бирлашган трастлар очик турдаги фондлар ҳисобланади.

Инвестиция трастлари бирлашган трастлардан фарқли равишда ўз пайларини пул тўлаб қайтиб олиш ёки доимо чиқариш ҳуқуқига эгамас. Доимий равишда фақат унинг оширилиши тўғрисидаги акциядорлик қарори қабул қилиниши сабабли вақти-вақти билан ўзгариши мумкин бўлган устав капиталига эга.

Инвестиция трастлари инвестиция шаклларига рухсат берилиши жиҳатидан фонд биржаларининг листинг талаблари орқалигина чекланиши мумкин:

– битта компанияга қилинган инвестиция умумий инвестициянинг 10 фоизидан ошмаслиги лозим;

– листингга киритилмаган акцияларга инвестициялар умумий инвестицияларнинг 15 фоизидан ошмаслиги керак.

Инвестиция фондининг қимматли қоғоз эгалари ўз қимматли қоғозларининг фонд томонидан қайта солиб олинишини талаб қилиш ҳуқуқига кўра ёки фондда қимматли қоғозларни сўндириш мажбуриятининг мавжудлигига кўра инвестицион фондлар очик, ёпиқ ва интервал (оралиқ) турларга бўлинади.

АҚШда дастлабки очик турдаги инвестиция фонди «Massachusetts Investory Trust» (*mutual fund* – ўзаро фонд) 1924 йили Бостонда ташкил этилган. Бироқ бу пайтда ўзаро фондлар инвесторларнинг ишончига жуда қийинчилик билан эришган. XX асрнинг 30-йиллари охирига келиб АҚШда трастлар тўғрисидаги, кейинчалик инвестициялар тўғрисидаги қонунлар қабул қилинди. Лекин ўзаро фондларнинг жуда тез ўсиши 1950 йилдан бошланди. 1951 йили АҚШда уларнинг миқдори 100 тадан ошиб кетди, акциядорлари сони эса 1 миллиондан ортди.<sup>43</sup> АҚШда ёпиқ турдаги инвестиция фондлари ўзаро фондлар билан бир даврда юзага келган.

---

<sup>43</sup> <http://www.pif-news.ru/articl/1572>.

Ғарб мамлакатларида ўзаро фондларнинг фаолияти бирмунча мустаҳкам назорат орқали амалга оширилади. Одатда, бу билан алоҳида орган шуғулланади ҳамда қимматли қоғозлар муомаласини назорат қилади.

Ўзаро фондлар фаолияти Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича комиссия (Securities and Exchange Commission (SEC) томонидан 1933 йилдаги қимматли қоғозлар тўғрисидаги қонунга асосан тартибга солинади. Мазкур орган дунёда қимматли қоғозлар муомаласи ва биржалар иши соҳасидаги қоидаларнинг бузилишига кескин муносабати билан машҳур. Ўзаро фондларнинг доимий равишда омонатчиларига маълумот бериш мажбурияти, ҳисоб-китобларни пухта юритиши, активлар қийматини аниқ ҳисобга олиши, қимматли қоғозларни эгаллашгача эмитентнинг чуқур таҳлилини ўтказиши ва ҳ.к. комиссия томонидан инвестицион институт сифатида назорат қилинади. Алоҳида мамлакатларда ўзаро фондлар фаолиятининг ривожланиши амалдаги ҳуқуқий тартибларга боғлиқ.

Ўзаро фондлар фақат оддий акциялар чиқариш ҳуқуқига эга, у бўйича инвестор учун даромадни олдиндан аниқлаш мумкин эмас. Бу фонд капиталини бошқаришнинг муваффақиятли бўлишига боғлиқ.

Ўзаро фондлар ҳозирги кунда Америка пенсия таъминоти тизимининг асосий қисмларидан бири саналади. Тизим фаолияти куйидаги кўринишда амалга ошади, компания ҳар ойда ходимларнинг иш ҳақидан баъзи инвестиция инструментларини, жумладан, пай фондларини тўлдиришга ажратма ўтказади.

Ўзаро фондларнинг бошқа молиявий ташкилотлар, жумладан, банклар, омонат кассалари, суғурта компаниялари ва пенсия фондлари билан солиштирганда фарқланувчи ўзига хос томони операцион шаффофликнинг юқори даражадалигидадир. Банклар ва суғурта компанияларидан фарқли тарзда ўзаро фондлар кредитлар бермайди ва рисклардан суғурталамайди, шунинг учун муддати ўтган қарзларни қоплашга захиралар ташкил

этишга эҳтиёж сезмайди. Ўзаро фондлар маблағларни бозор инструментларига инвестициялайди ва активларини бозор баҳосида қўйишга қобилиятли бўлади. Лекин инвестицион риск фақат инвесторларга тарқалади.

Ўзаро фондлар учун ривожланган, юқори ликвидли ва қоидаларга тўғри амал қилишни тавсифловчи қимматли қоғозлар бозори керак. Қимматли қоғозлар бозорининг белгиланган қоидаларга мувофиқ фаолият юритиши ушбу бозордаги субъектларнинг реал фаолиятини, ҳақиқий рақобатга тегишли қоида ва стандартларга риоя қилишини тақозо этади.

Капитал бозори ривожланган мамлакатларда ўзаро фондлар яхши ривожланган, инвесторларнинг уларга юқори ишончи тизим тараққиётига туртки бермоқда. Ташқи савдодаги эркинлик ва экспортда юқори технологияли маҳсулотлар улушининг кўплиги аҳоли даромадлари юқори даражадаги мамлакатларда ўзаро фондларнинг ривожланишига ижобий таъсир кўрсатувчи омиллардан.

*Биржада акциялари котировка қилинадиган фондлар (exchange-traded funds, ETFs)* очиқ турдаги инвестиция фондининг бир кўриниши, акциялари фонд биржаларида ҳар куни бозор баҳосида савдо қилинади. У инвестиция компаниясининг энг янги тури ҳисобланади. Чакана инвесторлар ETF акцияларини фақатгина фонд биржасида брокер-дилер орқали харид қилиши мумкин. Бундан фарқли равишда, очиқ турдаги инвестиция фонди (mutual fund) акциялари фонд биржаси листингига киритилмайди. Очиқ турдаги инвестиция фондининг акциялари турли каналлар орқали ёки бевосита фонднинг ўзидан ҳам сотиб олиниши мумкин.

ETF акциялари фонд биржасида мунтазам савдо қилиниши боис турли вақтлардан икки инвестор томонидан харид қилинган акциялар баҳоси турлича бўлиши ва иккала баҳо ҳам соф актив қийматидан фарқланиши мумкин. Очиқ турдаги инвестиция фонди (mutual fund) акцияларини сотиб олиш ёки сотиш учун инвесторлар кун да-

вомида буюртмаларни бериши мумкин. Бироқ барча буюртмалар ягона баҳода қондирилади.

*Очиқ пай инвестиция фондларида* пай эгалари ўзларига тегишли барча пайларни ёки унинг бир қисмини ихтиёрий иш кунида сўндиришни бошқарувчи компаниядан талаб қилиш ва улар ўртасида тузилган ишончли бошқарув тўғрисидаги шартномани тугатиш ҳуқуқига эга бўлишади.

*Интервал пай инвестиция фондларида*, пай эгалари очиқ пай инвестиция фондларидаги пай эгаларидан фарқли равишда, пай инвестиция фондининг ишончли бошқарув қоидаларига мос равишда ўрнатилган маълум бир муддат мобайнида ўзларига тегишли пайларни ёки унинг бир қисмини сўндириш, ишончли бошқарув тўғрисидаги шартномани тугатиш ҳуқуқига эга бўлмайдилар.

Интервал инвестиция фондлари ривожланаётган мамлакатлардан ташқарида кам тарқалган. Бундай турдаги инвестиция фондлари очиқ инвестиция фондларига ўхшаш, олдиндан аниқланган ва чекланган муддат оралиғида фонд мулкдорларига тегишли қимматли қоғозларни инвестиция фонди мулки ҳисобига сўндириш имкони йўқ. Ёпиқ инвестиция фондларидан фарқли равишда, интервал фонд инвесторлари фонд мулкни бошқаришда қатнашмайди. Бу турдаги фонд инвесторларига тегишли қимматли қоғозларни сўндиришни талаб қилиш ҳуқуқига бўлган чеклов очиқ турдаги фондларга қилинадиган инвестициялар билан таққослаганда риск даражасини оширувчи омил ҳисобланади. Шунинг учун бу турдаги инвестиция фондлари кўплаб мамлакатларда мавжудмас.

Очиқ турдаги инвестиция фондларидан фарқли равишда, *ёпиқ турдаги инвестиция фондлари* қайта сотиб олинадиган акцияларни (redeemable shares) муомалага чиқармайди. Бошқача айтганда, ёпиқ турдаги инвестиция фондлари акциялари бевосита фонд томонидан қайта сотиб олинмайди, яъни инвесторлар ўзларига тегишли қимматли қоғозларни фонд мулки ҳисобидан сўндириш ҳуқуқига эга бўлмайдилар, балки унинг акциялари очиқ

бозорда инвесторлар томонидан олди-сотди қилинади. Ёпиқ турдаги фондлар қатъий белгиланган миқдорга эга кундалик равишда фонд биржасида бозор баҳосида савдо қилинадиган акцияларни муомалага чиқаради.

Шу боис ёпиқ турдаги инвестиция фондлари чиқарган акцияларини сотиб олиш учун етарлича пул маблағлари захирасини сақлаш ёки активлари портфелидаги қимматли қоғозларни сотишга эҳтиёж сезмайди.

Бу турдаги фонд инвесторларида оппортунизм руҳидаги муаммолар юзага келади, улар фақат акциядорларнинг умумий йиғилиши ёки директорлар кенгаши аъзоларини сайлаш орқали бартараф этилади.

*Ёпиқ пай инвестиция фондларида* инвестицион пай эгалари бошқарувчи компаниядан инвестиция фондини ишончли бошқарув тўғрисидаги шартноманинг муддати ўтмагунча уни тугатишни талаб қилиш ҳуқуқига эга эмас.

Мазкур инвестицион фондлар агентлик муаммоларини бартараф этиш усули бўйича фарқланади. Очиқ турдаги инвестиция фондлари ушбу фонд мулкани унинг эгалари томонидан бошқариш ва назорат қилиш функциясини алоҳида ажратишга мўлжалланган. Агар бошқарувчи компания, депозитарий ёки инвестиция фонди қонунқоида чегарасидан чиқиб, ўз инвесторларига ёки шерикларига холис хизмат кўрсатмаса, уларнинг биринчи талаби билан инвестиция фондидан чиқиш ҳуқуқи амалга оширилади. Очиқ инвестиция фондларининг қимматли қоғозлари ликвидлиги жаҳондаги инвесторлар орасида уларни машҳур қилувчи асосий омиллардан бири.

*Инвестицион сиёсатида кўра* инвестиция фондлари пул бозори фондлари, облигация фондлари, акция фондлари, аралаш инвестиция фондлари, фондларнинг фонди, кўчмас мулк фондлари, рискли инвестиция (венчур) фондлари, ипотека ва индекс фондларига ажратилади. Инвестиция фондининг тури унинг номида кўрсатилади. Инвестиция фонди сиёсатида инвестициялаш мақсади инвестиция объектларига ва фонд инвестиция декларациясидаги активлар таркибига бўлган талабдан келиб чиқади.

Фондни ташкил этаётганда бошқарувчи компания томонидан инвестиция фондининг қайси турга мансублиги белгиланади ва эълон қилинади. Лекин пай ёки акциядорлик инвестиция фондларининг активлар таркиби мамлакатларнинг қонуний-меъёрий ҳужжатларига мос келиши лозим.

*Пул бозори фондлари* ўз активларини кўпинча юқори ликвидли облигацияларга ва банк депозитларига инвестицияловчи инвестиция фондлари ҳисобланади.

АҚШ ва Европа мамлакатларида пул бозори фондлари банк депозитлари билан тўғридан-тўғри рақобат қилувчи, фаолият механизми банк депозитлари функционал механизмига кўп жиҳатдан ўхшаш инвестиция фондлари саналади. Пул бозори фондининг банк депозитларига ва қисқа муддатли облигацияларга қўйилган маблағлардан олинган даромадлари фонд мулкдорлари орасида тақсимланади ва уларнинг истагига кўра фондга қайта инвестицияланиши мумкин. Пул бозори фондлари ўз инвесторларига даромадларни кафолатламаса-да, инвесторлар давлат қимматли қоғозларига, банк депозитларига ва рисклилик даражаси паст бошқа молиявий воситалар даромадларига боғлиқ ҳолда доимий даромад олиб туришлари мумкин. Шунинг учун, одатда, пул бозори фондлари активларини халқаро рейтинг ташкилотлари томонидан рейтингга эга бўлмаган қимматли қоғозларга инвестициялаш тақиқланади. Пул бозори фондлари банк депозитларига нисбатан даромадли ҳисобланади, уларга ўз активларига нисбатан мажбурий захира шакллантирилмайди. Банкларга нисбатан уларнинг харажатлари анча кам эса-да, улар молия бозоридаги ахборотлар асимметрияси ҳисобига қўшимча харажат қилишади. Пул бозори фондига маблағ қўйишдаги риск банк омонатчилари рискдан фарқланади. Фонд инвестори бошқа турдаги банк фаолияти билан боғлиқ кредит рискларига дучор бўлмайди. Пул бозори фондига қўйилмалар банк депозитлари каби давлат томонидан кафолатланмайди.

Россия амалиётида бундай фондлар инвестицион портфелида турли шаклдаги эмитентлар чиқарган обли-

гациялар ҳажми 50 фоиздан ортмаслиги, акциялар бўлмаслиги, россиялик эмитентларнинг корпоратив облигациялари, халқаро молия ташкилотлари ва хорижий эмитентларнинг қимматли қоғозларига, муниципал қимматли қоғозларга қўйилмалар 10 фоиздан ошмаслиги белгиланган. Улар очик, интервал ва ёпиқ ПИФ шаклида ёки акциядор инвестиция фонди кўринишида ташкил этилиши мумкин.

*Облигациялар фонди* маблағларни турли шаклдаги эмитентларнинг облигацияларига инвестициялаш учун ташкил этилади.

Облигациялар фонди облигациялар ва пул бозоридаги очик ҳамда ёпиқ турдаги ПИФларнинг инвестицион пайларига эга бўлиши мумкин. Очик турдаги облигациялар фонди ўз маблағларини фақат облигациялар ва пул бозорида очик турда фаолият юритувчи ПИФларнинг пайларига инвестициялаши мумкин. Облигациялар фонди очик, интервал ва ёпиқ ПИФлар ёки акциядорлик инвестиция фондлари кўринишида ташкил этилиши мумкин.

Россия амалиётида мазкур шаклдаги фондлар активларининг камида 50 фоизини федерация ва унинг субъектлари давлат облигацияларига, муниципал қимматли қоғозларга, корпоратив облигацияларга ва хорижий эмитент облигацияларига қўйиши, Россия ва хорижий эмитентлар акцияларига инвестицияларнинг қиймати фонд активларининг 40 фоиздан ошмаслиги белгиланган.

*Акциялар фонди* ўз маблағларини турли шаклда эмитентларнинг акцияларига инвестицияловчи инвестиция фондлари ҳисобланади.

Облигациялар фондидан фарқли равишда, акциялар фонди очик ва интервал ПИФларнинг пайларига эга бўлиши мумкин. Ушбу фонд ўз маблағларини ёпиқ турдаги акциядорлик жамиятларининг оддий акциялари ва ёпиқ ПИФларнинг инвестицион пайларига қўйиши мумкин. Акциялар фонди очик, интервал ва ёпиқ ПИФлар ёки акциядорлик инвестиция фондлари кўринишида тузилади.

Россияда акция фондлари маблағларини маълум бир

компания акцияларига инвестиция қилишда ҳеч қандай чекловлар ўрнатилмаган, ушбу фонд активлари таркибида облигациялар салмоғи 40 фоиздан ортишига йўл қўйилмайди.

*Аралаш инвестицияли фондлар* ўз маблағларини акция ва облигацияларга чекланган миқдорда аралаш шаклда инвестиция қилувчи инвестиция фондлари саналади. Бундай фондларнинг облигациялар фондидан фарқли жиҳати шундаки, турли шаклдаги эмитентлар акцияларига қўйилмалар ҳажми чекланмаган, акция фондидан фарқи эса ихтиёрий миқдордаги облигацияларга ўз маблағини қўйиши мумкин.

Аралаш инвестиция фондлари очиқ ва интервал ПИФларнинг инвестицион пайларига эга бўлиши, улар очиқ, интервал ва ёпиқ ПИФлар ёки акциядорлик инвестиция фондлари кўринишида ташкил этилиши мумкин.

*Фондларнинг фонди* инвестицион портфелларини фақат бошқа инвестицион фондлар қимматли қоғозларидан шакллантириб, ўз активларини юқори даражада дифференциациялашга интилади.

Россияда фондларнинг фондларига талаблар, фонднинг бошқа инвестиция фондлари қимматли қоғозларига эгалик қилиши 50 фоиздан ортиқ бўлишини инobatга олмаганда, аралаш инвестиция фондларига талаблардан айтарли фарқланмайди.

*Кўчмас мулк фондлари* ўз инвесторларини кўчмас мулк объектларига эгалик қилиш, улардан фойдаланиш ва бошқаришдан олинган даромадлар билан таъминлайди. ПИФ шаклидаги кўчмас мулк фондларининг кенг тарқалган стратегияси уй-жой ёки шаҳарчалардаги коттежларни кейинчалик сотиш учун қуриш ва ижара тўловлари шаклида доимий олиш учун тижорат кўчмас мулки ҳисобланади. Кўчмас мулк фондлари бошқа инвестицион фондларга нисбатан ликвидли фонддир.

Кўчмас мулк фондлари Россияда фақат ёпиқ ПИФ шаклида ёки акциядорлик инвестиция фонди шаклида ташкил этилади.

Кўчмас мулк фондларининг ўзига хос хусусиятлари қуйидагиларда кўзга ташланади:

– облигацияларга қўйилган маблағлар фонд активларининг 30 фоизидан ошмайди;

– очиқ турдаги акциядорлик жамиятлари акцияларига ихтиёрий миқдорда маблағлар қўйиш мумкин;

– фонд активлар таркибига кўчмас мулклар, унга бўлган ҳуқуқлар, жумладан, кўчмас мулкка ижара ҳуқуқи, кўчмас мулк объектларини қуришда улушли қатнашиш шартномасидаги мажбуриятлар бўйича мулккий ҳуқуқ, барча турдаги инвестицион пайлар, ёпиқ турдаги акциядорлик жамияти акциялари, масъулияти чекланган жамиятлар устав капиталидаги ва лойиҳа-смета ҳужжатларида кўзда тутилган улушлар кириши мумкин.

*Юқори рискли (венчур) инвестиция фондлари* юқори ўсиш суръатига эга ўрта ва кичик корхоналар акциялари ва улушларига эга, даромад топишга ихтисослашган инвестиция фондлари саналади. Венчур фондларнинг маблағлари янги бизнесни бошлаш босқичида қўйилади ва узоқ муддатга ҳисоб-китоб қилинади. Бизнес лойиҳалар амалга оширилиб, корхона ривожланиб кетгандан сўнг венчур фондлар ўзига тегишли акциялар ва улушларни корхона бошқарувига сотади ва корхона бизнесидан чиқади. Амалиётда венчур фондининг корхоналарга қўйилган маблағлари доим ҳам ўзини оқламайди.

Венчур инвестиция фондининг бошқа инвестиция фондларидаги бир қатор фарқлари мавжуд, уларни қуйидагиларда кўриш мумкин:

– очиқ ва ёпиқ турдаги акциядорлик жамиятлари акцияларига, масъулияти чекланган жамиятлар мулкида улушга эга бўлишга ва хўжалик субъектлари чиқарган векселларга активларини инвестициялаш имкониятининг мавжудлиги;

– хорижий компания акцияларига инвестицияларни амалга оширишнинг тақиқланиши.

Россия амалиётида венчур ПИФларнинг масъулияти чекланган жамиятлар улушларига, савдоларни ташкилот-

чиларнинг котировкалар рўйхатида бўлмаган Россия компаниялари акцияларига ва ҳўжалик субъектларининг облигацияларига қўйган активлари маълум бир даврий ораликда ошиб бориши лозим. Яъни ПИФни таъсис этилгандан кейинги 1 йил мобайнида активлар ҳажми 10 фоизга, 3 йил давомида 30 фоизга, 6 йил давомида 50 фоизга ортиши керак.

Ёпиқ турдаги пай инвестиция фондлари ўз маблағларини ипотека билан таъминланган пул талабномаларига қўйиш имконини беради. *Ипотека ПИФларнинг* активлари ипотека билан таъминланган эса-да, бевосита кредиторларга қарзга маблағлар бермайдилар.

Ипотека ПИФлар активлари таркиби давлат қимматли қоғозлари; ипотека тўғрисидаги шартнома бўйича таъминотни сақловчиларнинг ҳуқуқлари ва кредит шартномаларидаги ипотека мажбуриятлари билан таъминланган пул талабномалари; мулк ҳуқуқи бўйича гаров шартномасида қарздорларнинг ҳуқуқлари бўйича, улушли қурилиш шартномасига қатнашиш бўйича ва нархларни тўлашдаги кредит шартномаларидаги мажбуриятлар бўйича пул талабномалари; ипотека қимматли қоғозлари; ипотека предмети бўлган кўчмас мулк объектлари; улушли қурилиш шартномасига қатнашишдаги мажбуриятлар бўйича мулк ҳуқуқлари мажмуасидан ташкил топади.

*Инвестиция фондларининг инвестицион стратегиясига кўра* актив (фаол) бошқариладиган инвестиция фондлари ва *пассив* бошқариладиган инвестиция фондларини ажратиш асосида самарали бозор назарияси туради. Назария бўйича бозорнинг самарали деб тан олинишида қимматли қоғозлар нархи эмитент ва унинг қимматли қоғозлари тўғрисидаги ахборотларни тўлиқ мужассам этиши муҳим. Бу эса қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари ўртасидаги ахборотлар асимметриясининг ўз-ўзидан барҳам топишига олиб келади.

Молия бозорининг эмпирик таҳлили кўрсатадики, бундай бозор назарияси амалиётда тўлиқ ўз исботини топмаган эса-да, мазкур тушунчадан тўлиқ воз кечиб бўлмай-

ди. Бундай шароитда икки хил ёндашув билан инвестиция портфелини бошқариш мумкин.

Биринчи ёндашувда *фаол бошқариладиган инвестиция портфеллари*дан фойдаланишни кўзда тутати. Бундай стратегияда бошқарилувчи портфель активлари таркибида бир фонд индекси эталонидаги портфель қайтарилмайди, фонд инвестицион декларациясига мувофиқ фонд бошқарувида индивидуал қарорлар қабул қилинади.

Иккинчи тур йўналишда инвестиция фонди активлар портфели таркибида бир ёки бир нечта умумий тан олинган фонд индекслари портфелларидан ташкил топади. Бундай фондлар *пассив бошқарилувчи ёки индекс фондлар* деб юритилади.

*Инвесторларнинг имкониятларига кўра* тажрибали инвесторлар учун фондлар ва турли тоифадаги барча инвесторлар учун фондларга ажратилади. Бошқача айтганда, инвестиция фондларини тажрибасиз ёки институционал инвесторлар иштирокига кўра ҳам тавсифлаш мумкин. Бундай турдаги инвестиция фондлари хеджирлаш фондлари, хусусий акция фондлари ва бошқа махсус турдаги фондлар тараққиёти билан узвий боғлиқ.

*Хеджирлаш фондлари* ўзида фаол бошқариладиган инвестиция фондини намоён этиб, маблағларни инвестициялашдан мақсади умум тан олинган фонд индекслари даромадларига боғлиқ бўлмаган ҳолда ижобий фойда олиш саналади.

*Хусусий акция фондлари* асосий бизнеси йирик компаниялар фаолиятини реструктуризациялаш учун эгаллаш, кейинчалик янги инвесторларга сотишдир.<sup>44</sup>

АҚШ ва Европада инвестиция фондларининг бирмунча тараққий этиши Иккинчи жаҳон урушидан кейин бошланди. XX аср охирига келиб инвестиция фондлари дунёнинг ривожланган мамлакатлари иқтисодиётида алоҳи-

---

<sup>44</sup> Kings of capitalism. A survey of private equity // The Economist. 2004. November 27.

да роль ўйнади ҳамда уй хўжаликлари жамғармаларини инвестициялашнинг асосий субъектлари сифатида кўзга ташланди. Ҳозирги вақтда дунёда инвестиция фондлари активларининг асосий қисмига очиқ фондлар эгаллик қилади.

АҚШ ва Европа ўртасида фонд турлари бўйича активларни солиштирганда яна бир ўзига хос хусусиятни ажратиш мумкин. Агар АҚШда барча очиқ фондларнинг ярмидан ортиғи акция фондлари ҳисобланса, Европада акция фондларининг миқдори пул бозори фондлари ва облигация фондлари миқдоридан анчагина ортиқ.

АҚШда инвестиция компанияси тушунчаси орқали инвестиция фондлари ифодаланади. Инвестиция компанияси – бу молиявий муассасаларнинг бир кўриниши, омонатчиларидан пул маблағларини жалб қилиб, ўз номидан мазкур пулларни турли-туман қимматли қоғозларга жойлаштиради.<sup>45</sup>

АҚШ ҳукумати федерал ва маҳаллий ҳукумат облигациялари савдоси, узоқ муддатли лойиҳаларни молиявий таъминлаш мақсадида инвестиция фондлари ёрдамига тез-тез мурожат қилади. Қолаверса, давлат қимматли қоғозларига инвестициялашда фондларга Америка ҳукумати томонидан молиявий ёрдам кўрсатилади.

АҚШда инвестиция фондлари ичида энг кўп тарқалгани бошқарув компанияларидир. Бошқарув компанияси очиқ инвестиция компанияларига ёки ўзаро фондларга (mutual funds) ҳамда ёпиқ инвестиция компанияларига, ёпиқ турдаги трастларга бўлинади. Россияда биринчисига ўхшаши пай инвестиция фондлари, иккинчисининг муқобили акциядорлик инвестиция фондларидир. Инвестиция компанияларининг барча турларидан энг таниқлиси ўзаро фондлар, уларнинг Россия пай фондлари билан ўхшашлиги шундаки, ўз акцияларини пул тўлаб қай-

---

<sup>45</sup> Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – 640 с.

тиб олишади, акциялари қиймати соф активлар асосида аниқланади. Бироқ улар принцип жиҳатидан Россиянинг пай фондларидан фарқланади.

Европада инвестиция фондлари муомалада юрвучи қимматли қоғозларга жамоавий инвестиция қилувчи корхоналар (UCITS) сифатида ҳам талқин этилади.<sup>46</sup> Европа Иттифоқида инвестиция фондлари ривожланишининг муҳим жиҳати шундаки, инвестиция фондлари борасидаги қонунчилик унификацияланган. 1985 йил 20 декабрида Европа Иттифоқига аъзо давлатлар инвестиция фондлари тармоқларининг интеграциялашувини таъминлаш мақсадида «Муомаладаги қимматли қоғозларга жамоавий инвестициялаш билан шуғулланувчи корхоналарни тартибга солувчи қонунлар, қоидалар ва маъмурий низомларни мувофиқлаштириш тўғрисида»ги йўриқнома (EC №85/611/EEC) қабул қилинди, унда «UCITS» («Undertakings of Collective Investment in Transferable Securities» – Муомаладаги қимматли қоғозларга жамоавий инвестиция қилувчи муассасалар) концепцияси илгари сурилди. Унга кўра, Европа Иттифоқининг бир аъзо давлатида ташкил қилинган инвестиция фондининг муайян мезонларга жавоб берувчи қимматли қоғозлари иттифоқнинг исталган давлати инвесторларига таклиф этилиши мумкин, UCITSга инвестиция ресурсларини оммавий жалб этиш, риск диверсификацияси тамойилига риоя қилиш лозим. Йўриқномага мувофиқ, UCITS учун белгиланган талаблардан бири фонд қимматли қоғозларини эгасининг биринчи талабига кўра фонд активлари ҳисобидан сўндириш мажбуриятидир. Айти пайтда, инвестиция фондининг ташкилий-ҳуқуқий шакли бўйича маълум чекловлар кўзда тутилмаган. Инвестиция фондининг ҳуқуқий шакли шартномавий, траст ёки корпоратив бўлиши мумкин. Шундай қилиб, UCITS моҳияти бўйича кўпроқ АҚШнинг ўзаро фондларига ўхшайди. Ҳозирги вақтда

---

<sup>46</sup> <http://www.ucits-iii.com>

UCITSнинг активлари улуши Европа Иттифоқи мамлакатларидаги барча инвестиция фондлари активларида қарийб 80%ни ташкил этади.<sup>47</sup>

Буюк Британия ва Германияда инвестиция фондлари фаолиятини ташкил этиш Европа Иттифоқининг бошқа давлатларидан фарқланади. Мамлакатда мулкчилик ҳуқуқини бошқа шахсга пулга бериш имконияти мавжуд, инвесторнинг пули бирлашган трастга тушгандан кейин уларнинг ишончли эгаси васий (траст) деб аталади. АҚШда ушбу тамойил амал қилмайди, шунинг учун ўзаро фондлар акциядорлик жамиятлари шаклига эга. Буюк Британияда тегишлича рўйхатдан ўтмаган инвестиция фондлари фаолияти молиявий хизматлар тўғрисидаги қонун асосида тартибга солинади.

Германияда инвестиция механизмлари бошқа мамлакатлар билан солиштирганда янада ўзига хос хусусиятга эга. Бу банкларнинг алоҳида роли билан боғлиқ. Немис қонунлари бўйича инвестиция компаниялари кредит ташкилотлари ҳисобланади ҳамда уларга кредит ташкилотларига тегишли барча қонуний меъёрлар татбиқ этилади. Немис инвестиция фондларининг яна бир ўзига хос томони улар депозитарийлари тузилиши ҳисобланади, бунда фондларни бошқариш компаниясига назорат қилиш ва қимматли қоғозларни сақлаш масъулияти юклатилган. Фондларнинг депозитарийлари фақат банклардан иборат бўлиши мумкин. Натижада Германияда акциялар чиқариш ҳисобига молиялаштириш бошқа мамлакатлар билан солиштирганда капитал қўйилмаларнинг бирмунча кам улушини ташкил этади. Йирик корхоналарнинг узоқ муддатли капиталга бўлган эҳтиёжларининг катта қисмини банклар қондиради. Германияда банк қонунчилиги ва банкларнинг етакчилик роли немис

---

<sup>47</sup> Саркисянц А. Одной из особенностей развития инвестиционных фондов в последнее десятилетие является изменение их структуры // Б&Б. 2010. №1.

инвестиция компанияларини тартибга солишда муҳим аҳамиятга эга.

Европа бозори инвестиция фондлари фаолиятини кенгайтириш учун анчагина салоҳиятли. Европа Иттифоқи доирасидаги молиявий бозорларнинг унификацияланиши ва евронинг жорий қилинишига қарамай, бундай инвестиция фондлари ўсишига қуйидаги учта омил имкон берган:

– ташқи (экзоген) омиллар: жамғарма меъёрларини юқори даражада сақлаш, банк омонатлари ва қисқа муддатли қўйилмалар ролининг пасайиши, пенсия фондларини ташкил этиш ва пенсия ислохотларини ўтказиш;

– ички (эндоген) омиллар: Европа ва дунё даражасида рақобатлашувнинг кучайиши, молиявий бошқарув усуллари диверсификацияси ва сифатининг ошиши, янги ахборот-коммуникация технологияларининг тарқалиши муқаррар равишда инвестиция фондлари миқдори қисқаришига ва даромадлигининг ошишига олиб келади;

– инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солиш усулларини такомиллаштириш ва Европа Иттифоқи даражасида талабга жавоб берадиган маҳсулотлар сотиш.

Япония ва Осиёнинг бошқа давлатларида инвестиция фондлари суст ривожланган, ушбу мамлакатлар аҳолиси мамлакатдаги инвестицион жараёнларнинг фаол иштирокчиси саналади.

Россия Федерациясида инвестиция фондлари фаолиятини Қимматли қоғозлар бозори бўйича федерал комиссия тартибга солиб туради. Орган қуйидаги фаолиятни амалга оширади<sup>48</sup>:

– инвестиция фондлари фаолияти устидан доимий давлат назоратини ўрнатиш;

– фонд активларини бошқариш, тақсимлаш ва уларни сақлаш;

---

<sup>48</sup> Панкратова Л.Д. Портфельный анализ и учетно-аналитические аспекты деятельности паевых инвестиционных фондов в РФ. Автореф. дис... док. экон. наук. – Воронеж, 2008. – 12 с.

– пай инвестиция фондлари фаолиятига жавоб берувчи ташкилотларни кўп томонлама қарама-қарши назорат қилишни ташкил этиш;

– инвесторларнинг ижобий қарорлар қабул қилиши учун зарур маълумотларни таъминлашга доир шароитлар яратиш;

– ҳисобот тизимини такомиллаштириш ва ҳ.к.

Ушбу орган пай инвестиция фондларидаги икки томонлама солиққа тортишни бартараф этди. Бир қатор чоратадбирларнинг амалга оширилиши туфайли кўплаб инвесторларнинг мазкур молиявий институтга ишончи мустаҳкамланди.

Шунга қарамай, кўпгина мамлакатларда инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солиш заиф, бундай фондлар рўйхатдан ўтиши мумкин бўлган оффшор ҳудудларни ҳам кўрсатиш мумкин.

Жаҳондаги кўпгина ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солиш учун махсус ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатлар қабул қилинган. Улардаги инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солувчи қонунчилик ҳужжатлари қуйидаги асосий меъёрларни кўзда тутди.

Хорижий мамлакатларда инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солувчи асосий қонунчиликнинг одатдаги таркибий тузилиши:

1. Умумий тавсиф: инвестиция фондларига таъриф берилади; фондларнинг айрим турлари бу таърифлашдан чиқарилиши мумкин.

2. Таснифи: инвестиция фондлари ҳар хил категорияларга кўра гуруҳланади. Иккита асосий категория очиқ турдаги фондлар ва ёпиқ турдаги фондлар саналади.

3. Бошқарув тузилмаси: бунда фонд раҳбарлари, бошқарувчилар ва ишончли шахслар ёки фонд активлари вассийлари ўртасидаги муносабатлар белгиланади.

4. Воситачилик ҳақлари ва йиғимлар: бу ерда бошқарув учун тўлов ундириш усуллари ифодаланади, тўловларнинг юқори чегараси ўрнатилиши мумкин.

5. Рўйхатдан ўтиш ва лицензиялар бериш: фондни тузиш ва уни бошқариш учун лицензия олиш тартиблари тавсифланади.

6. Тартибга солувчи органлар ваколатлари: бу ерда тартибга солувчи органлар ваколатлари ҳамда маълум тармоқлар бўйича масъулиятли бошқа органларга бошқариш бўйича ваколат бериш белгиланади.

7. Манфаатдор шахс: бу бўлим фонд бошқарувчиларида юзага келувчи манфаатлар тўқнашуви олдини олишга йўналтирилган. Масалан, бошқарувчилар бир пайтнинг ўзида васий бўлиши мумкинмас.

8. Инвестиция ва қарзлар. Фонд инвестиция сиёсатига баъзи чекловлар мавжуд. Масалан, фонд бир компаниянинг маблағини белгиланган фоиздан ортиқ сарфлаши мумкин эмас.

9. Капитал тузилиши. Кўплаб фондлар, айниқса, ёпиқ турдагилари оддий ва имтиёзли акциялар каби ҳар хил инвестиция турларидан ташкил топади. Фонд томонидан таклиф қилинувчи акция турлари ва у билан боғлиқ ҳақ-ҳуқуқлар белгиланади.

10. Ҳисоботлар. Фондлар бошқарув органлари ва акциядорлар олдида мунтазам ҳисоб беришлари зарур. Бу бўлимда ҳисоботларнинг тузилиши ва даврийлиги белгиланади.

11. Ҳисоб-китоб ва аудит, ҳужжатларни киритиш. Қонунчилик аудит ва ҳисоб-китоб тартиблари, ҳужжатларни тузишнинг даврийлигини ва тузилишини белгилаб беради.

12. Депозитарий. Депозитарий ёки васийнинг мажбурияти белгиланади.

13. Акциядорлар ёки пай эгалари ҳуқуқлари. Акцияларга ёки инвестиция фондининг пайларига эгаллик қилиш муҳим ҳуқуқлар беради, улар асосий қонунчиликда ба-тафсил ёритилади.

14. Директорларнинг мажбуриятлари. Инвестиция фонди директорларининг ҳуқуқий мажбуриятлари асосий қонунчиликда умумий шаклда кўрсатилган.

15. Эмиссиялар проспекти, жамоатчилик билан ало-

қалар ва маркетинг. Асосий қонунчиликнинг мақсади – ёлғон баёнотлар тарқатишга йўл қўймайди.

16. Қўшилиш ва тарқатиш. Инвестиция фондларини тарқатиш ва қўшиш тартиблари кўрсатилган.

Юқоридаги тадбирлар натижасида хорижий мамлакатларда инвестиция фондлари жадал ривожланмоқда, инвестиция муносабатлари тараққий этишига қулай замин яратмоқда.

Хуллас, инвестиция фондлари банклар ва бошқа молиявий воситачилар кўрсатолмайдиган хизматларни таклиф қилиш билан бирга аҳолининг бўш жамғармаларини мамлакатдаги инвестиция жараёнларига сафарбар этади. Инвестиция фондларининг тавсифланиши ва турлитуманлиги молия бозорида инвесторлар даромадларини ошириш билан бир қаторда бозорнинг профессионал иштирокчилари кўпайишига, ундаги рисклардан ҳимояланишнинг инвесторлар хусусиятларини ва манфаатларини инобатга олган ҳолда ташкил этилишига олиб келади, пировардида молия бозори барқарор ривожланишига шароит туғилади.

#### **1.4. Глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитида молия бозорини тартибга солиш механизми**

Бозор иқтисодиётининг маълум бир хусусиятлари – халқаро молия бозори ҳам шаклланган, у табиий равишда бозор муносабатларини тартибга солиш объектини ўзида намоён қилади. Инқироз шароитида молия бозорини тартибга солиш ва мувофиқлаштиришда муҳим аҳамият касб этган ташкилотлар фаолиятини мукамал ўрганиш, молия бозорини тартибга солишнинг умумий шакллари ва усулларининг туб моҳиятини билиш ушбу бозор барқарорлигини таъминлашнинг зарурий шarti ҳисобланади.

Халқаро молия бозорини тартибга солиш халқаро молиявий муносабатлар соҳасида (валюта, кредит, фонд, инвестиция, суғурта муносабатлари) халқаро молия бозоридаги молиявий оқимларни тартибга солишга йўналтирилган комплекс усуллар ва чора-тадбирлар мажмуидир. Фикримизча, молия бозорини тартибга солишдан кўзланган асосий мақсад қуйидагилардан иборат:

- молия бозори барча секторларининг молиявий барқарорлигига кўмаклашиш (фоиз ставкаларини, молиявий, инвестицион ва суғурта фаолиятидаги рискларни тартибга солиш);

- инфляциясиз иқтисодий ўсишни таъминлаш (таргетирланган инфляция, валюта курслари ва пул массасини тартибга солиш);

- тармоқлараро ва давлатлараро капитал ҳаракатини (пул оқимини) таъминлаш (валюта курслари ва тўлов балансини тартибга солиш);

- молия бозори барча секторларида молиявий хавфсизлик тизимини шакллантириш.

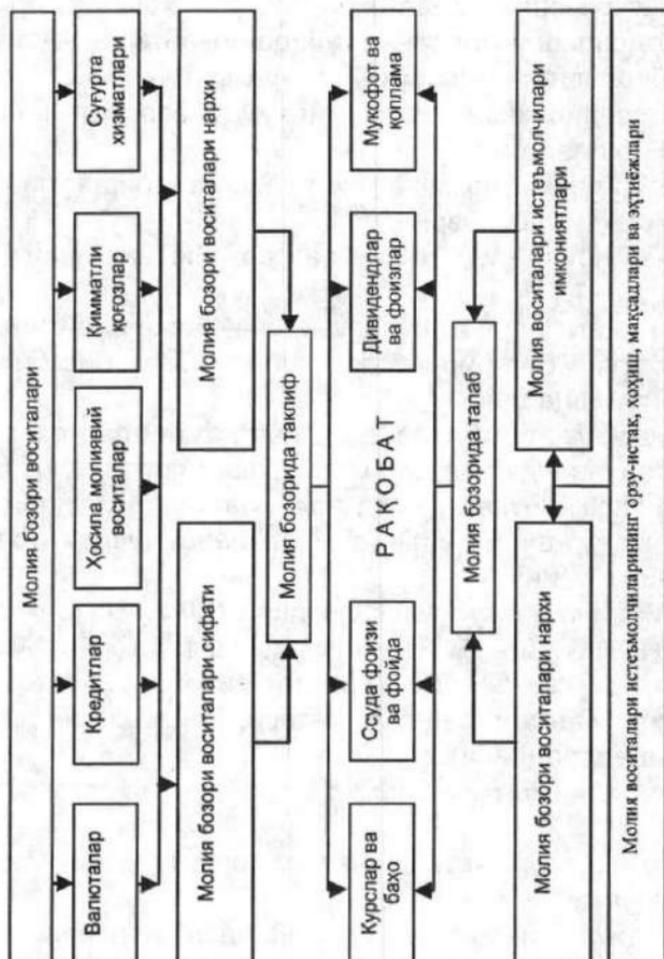
Бозор иқтисодиёти шароитида молия бозори ривожланишига қараб унинг иштирокчилари фаолиятини икки хил тартибга солиш амалиёти тараққий топган, яъни давлат ва бозор муносабатларига мос ёки бозор орқали тар-

тибга солиш шакллари. Молия бозорини бозор орқали тартибга солиш иқтисодиётнинг қиймат ва талаб-таклиф қонунига асосланади. Молия бозорида ушбу қонунларнинг амал қилиши рақобат муҳитида жаҳон иқтисодиёти эҳтиёжларига мос равишда халқаро молиявий оқимларни таъминлаб беради. Иқтисодий агентлар алоҳида молиявий воситалар нархининг (курси ёки фоиз ставкаси) ўзгариши, шаклланиши орқали уларни сотиб олувчиларнинг талабларини ва уларга бўлган таклифни аниқлайдилар. Бунда халқаро молия бозори ўзини ўзи тартибга солувчи тизим сифатида кўзга ташланади (1.2-расмга қаранг).

Иқтисодиёт секторларидаги турли бозорлар сингари молия бозори ҳам, ўз-ўзини тартибга солиш имкониятига қарамай, мутлоқ барқарор тизим сифатида кўринмайди, турли шароитларда тизимнинг турли камчиликлари очилади. Молия бозори кўплаб субъектив омиллар, яъни сиёсий, ижтимоий, инфорацион, маданий ва бошқа омиллар таъсирида ҳар доим ҳам ўз-ўзини тартибга солиш қобилиятига эгамас. Бундай ҳолатда давлат аралашуви талаб этилади. Жаҳон тажрибасининг кўрсатишича, халқаро молия бозори ривожланишининг замонавий босқичида ҳам монетаризм ва кейнисчилик тамойилларидан биргаликда фойдаланиб жараёнларни тартибга солиш мақсадга мувофиқ.

Молия бозорининг давлат ва бозор орқали тартибга солиниши ўзаро бир-бирини тўлдириб боради. Биринчидан, рақобат асосида бозорда ривожланиш учун рағбат уйғонади (монетарчилар ғояси), иккинчидан, молия бозорини бозор орқали тартибга солишда юзага келган зиддиятларнинг олдини олишда давлат турли чора-тадбирлари билан қатнашади (янги кейнсчилик ғояси). Иқтисодий инқирозлар, урушлар, сиёсий низолар, иқтисодиётнинг тўла беқарорлиги шароитида давлат орқали тартибга солиш катта ўрин тутса, молиявий-иқтисодий ҳолатни яхшилаш, модернизациялаш, инновацияларни яратиш учун молия бозорини эркинлаштириш, рақобатни кучай-

1.2-расм. Молия бозорини тартибга солишнинг бозор механизми<sup>49</sup>



<sup>49</sup> Тадқиқот натижаларига асосланиб муаллифлар томонидан шакллантирилган.

тиришга катта эътибор қаратилади, бу эса тартибга солишнинг бозор механизми орқали таъминланади. Бозор механизми орқали молия тизимини тартибга солиш бўйича ҳукумат доимо ўз назоратини олиб боради, зарур пайтда унга кўмаклашади, шароит яратади.

Молия бозорини давлат ва бозор механизми орқали тартибга солиш усулларини қуйидаги мантиқий жуфтликларга бирлаштириш мумкин (1.5-расмга қаранг):

- иқтисодий тизим хусусиятига кўра: бевосита ва билвосита усуллар;
- бозор тури, кўлами ва унинг сегментларига кўра: умумий ва махсус усуллар;
- амал қилиш муддатига кўра: таркибий ва жорий усуллар.

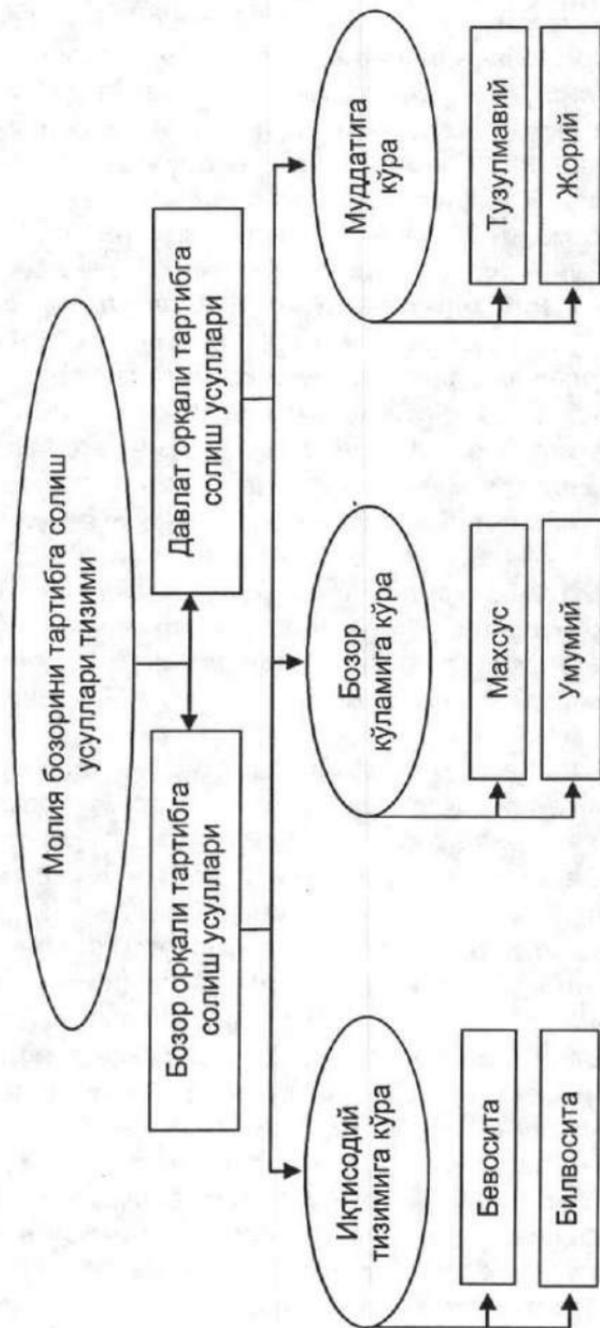
Юқоридаги барча усуллар молия бозорида синхрон тарзда, яъни бир-бирига мос ҳолда, ўзаро бир-бирини тўлдириб ишлайди.

Халқаро молия бозоридаги инвестициялар оқимини тартибга солишда халқаро молия ташкилотлари, давлатлараро ташкилотлар ҳамда нодавлат институтлари муҳим ўрин тутаяди. Бундай ташкилотларга қуйидагиларни киритиш мумкин:

- БМТнинг махсус ташкилотлари (ХВФ, Жаҳон банки гуруҳи, ЮНКТАД – БМТнинг савдо ва тараққиёт бўйича конференцияси, ЮНИДО – саноат ривожланиши бўйича ташкилот, Халқаро савдо палатаси, Халқаро фонд биржалар федерацияси);
- Қимматли қоғозлар комиссияси бўйича халқаро ташкилот;
- Молия бозори устидан назорат органларининг халқаро ташкилоти;
- кредиторларнинг Париж ва Лондон клублари;
- минтақавий молиявий ташкилотлар.

Жаҳон биржалар федерацияси, турли хил минтақавий ассоциацияларни молиявий-инвестицион ҳамкорликнинг ривожланишига кўмаклашувчи нодавлат халқаро ташкилотлар қаторига киритиш мумкин.

1.5-расм. Молия бозорини тартибга солиш усуллари<sup>50</sup>



<sup>50</sup> Муаллифлар томонидан тузилган.

Халқаро молия бозорини тартибга солишда ҳуқуқий асос халқаро конвенциялар ва кодекслар, халқаро инвестицион келишувлар ҳамда ХВФ, Жаҳон банки гуруҳи, ЮНКТАД ҳужжатларида чет эл инвесторларининг маълум бир фаолият билан шуғулланиш қоидалари белги-ланган турли йўриқномалар ҳисобланади.

Халқаро молия бозоридаги инвестицияларни тартибга солиш бўйича кўп томонлама халқаро конвенцияларнинг асосийлари сифатида «Баҳс-мунозараларни барта-раф этиш бўйича Вашингтон конвенцияси»ни (1965), «Ин-вестицияларни кафолатлаш бўйича кўп томонлама аген-тлик таъсис этиш тўғрисидаги Сеул конвенцияси»ни (1985) алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин. Халқаро мо-лиявий-инвестицион келишувлардан асосий мақсад дав-латларнинг миллий сиёсатини икки ёки кўп томонлама мувофиқлаштириш, халқаро инвестицияларни тартибга солишнинг умумий қоидаларини ишлаб чиқиш саналади.

Халқаро молиявий-инвестицион келишувлар унинг қат-нашчилари таркибига боғлиқ равишда икки томонлама, минтақавий (ёки ҳудудий) ва кўп томонлама бўлиши мум-кин.

Икки томонлама молиявий-инвестицион келишувлар инвестицияларни амалга оширишда ўзаро манфаатдор-лиги бор икки давлат ҳукуматлари орасидаги махсус кел-ишувларни акс эттиради. Икки томонлама молиявий-инвестицион келишувлар тўридан-тўғри инвестициялар ва бир қатор ҳоллар учун портфель инвестициялар соҳа-сида ҳам инвестицион ҳамкорликни тартибга солади, инвестицияларни ҳимоялашнинг аниқ механизмини бел-гилайди. Бугунги инқироз даврига келиб икки томонлама молиявий-инвестицион келишувларнинг имзоланишида асосий улуш ривожланаётган мамлакатларга тўғри кел-моқда. Улар асосан бундай шартномаларни ривожлан-ган давлатлар билан ва ўзаро амалга оширмоқдалар.

Минтақавий (ҳудудий) молиявий-инвестицион кели-шувлар бир минтақавий (ҳудудий) гуруҳга тегишли дав-лат ҳукуматлари томонидан тузиладиган махсус келишув-

лардир, ҳозирги шароитда бу каби келишувларнинг халқаро молия бозоридаги инвестициялар ҳаракатини тартибга солишдаги роли ошиб бормоқда.

Кўп томонлама молиявий-инвестицион келишувлар инвестицион ҳамкорликдан манфаатдор ихтиёрий мамлакатга қатнашиш имконини яратади ва ўз ичига кўплаб иштирокчиларни қамрайди. Ягона кўп томонлама ёндашув ўзида интеллектуал мулк ҳуқуқи, инвестицион баҳс-мунозаралар (низолар)ни тартибга солиш, суғурта, капитал қўйилмалар шаклидаги инвестицияларни тартибга солиш қоидалари каби бир қатор жиҳатларни намоён этади. Жаҳон савдо ташкилоти (ЖСТ)нинг фаолияти доирасида интеллектуал мулк ҳуқуқи билан ҳимояланган янги технологиялар шаклидаги (Савдо билан боғлиқ инвестицион чора-тадбирлар тўғрисидаги битим – TRIMs, Интеллектуал мулкка бўлган ҳуқуқнинг савдо хусусиятлари тўғрисидаги битим – TRIPs), хизмат кўрсатиш шаклидаги (Хизматлар савдоси тўғрисидаги асосий битим – GATS) инвестицияларни тартибга солиш қоидаларини белгиловчи бир қатор халқаро келишувлар имзоланган.

Мамлакатлараро молиявий-инвестицион битимларни тузиш жараёни ривожланишига қарамай, халқаро молиявий инвестицияларни тартибга солиш кўп жиҳатдан капитални қабул қилиш тизимининг амалдаги ҳолатини аниқловчи миллий қонунчиликка боғлиқ.

Бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда чет эл инвесторларини тартибга солиш асосан миллий қонунчилик орқали амалга оширилади. Бу ҳолат Халқаро савдо палатаси, ХВФ ва Жаҳон банки гуруҳининг бир қатор ҳужжатларида қайд этилган, уларда мамлакатга чет эл инвестицияларини жалб этиш ва хорижий инвестиция иштирокидаги корхоналар фаолиятини миллий қонунчилик билан тартибга солишга алоҳида эътибор берилган. Ушбу халқаро ташкилотларга аъзо бир қатор мамлакатларда хорижий инвесторлар маҳаллий ишлаб чиқариш, меҳнат ва молиявий ресурслардан фойдаланиш ҳуқуқига эга, уларга мамлакат доирасида маҳаллий имтиёزلардан

фойдаланадиган миллий тадбиркорлик субъектлари билан биргаликда хўжалик фаолияти юритиш, ташкилий-ҳуқуқий шакли турлича корхоналар тузиш имконияти берилган.

ХВФ билан ХТТБ ҳамкорлигида ишлаб чиқилган тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни мамлакат иқтисоди-га жалб этиш миллий тузум, хорижий инвесторлар ҳақ-ҳуқуқини поймол қилмаслик, уларнинг ҳимояси ва кафолатлари каби тамойиллар орқали амалга оширилади. Кўрсатилган тамойиллар капитални қабул қилувчи давлат ва хорижий инвесторлар ўртасида молиявий-инвестицион низоларни тартибга солиш, чет эл капитал қўйилмалари эспроприациясига (мажбурий равишда тортиб олишга, ундан маҳрум бўлишига) йўл қўймаслик, тегишли валюталарни қаршиликсиз ўтказиш имконини ҳам беради.

Давлатлараро молиявий-инвестицион битимлар, одатда, қуйидаги мажбуриятларни ўзида акс эттиради:

– хорижий инвесторларга молиявий-инвестицион фаолият юритиши, капитал қўйилмалар учун мақбул шарт-шароитларни яратиш;

– хорижий мулк ҳимоясини ташкил этиш;

– хорижий молиявий инвестициялардан олинган даромадларни қийинчиликсиз, осон ўтказиш кафолатлари ва ўз ихтиёрига боғлиқ бўлмаган ҳолда инвесторларнинг чет элдаги мулкидан йўқотишлар кузатилганда тегишли қопламаларни олиш;

– манфаатдор бўлмаган ҳакамлар судида хорижий капитал қўйилмалар юзасидан низоларни кўриб чиқиш.

Давлатлар ва бошқа мамлакатлар фуқаролари ўртасидаги молиявий-инвестицион низоларни тартибга солиш конвенцияси мавжуд, унга қатнашиш халқаро иқтисодий амалиётда кенг қўлланадиган арбитраж йўли билан хорижий инвесторлар ва молиявий инвестицияларни қабул қилувчи мамлакатлар орасидаги низоларни бартараф этиш имкониятини таъминлайди. Чет эл инвестицияларини кафолатлаш масалалари бошқа бир қатор махсус

халқаро ташкилотлар томонидан маъқулланган тавсиялар, битимлар, қарорлар ва конвенцияларда ҳам ўз аксини топган.

Жаҳон банки гуруҳи доирасида 1985 йили ташкил этилган Инвестицияларни кафолатлаш бўйича кўптомонлама агентлик (ИККА) халқаро молия бозоридаги инвестициялар ривожланишида муҳим роль ўйнайди.

ИККА хорижий инвесторларга қуйидаги нотижорат рисклари доирасида узоқ муддатли кафолатларни таъминлаб беради:

– капитални ўзига жалб қилувчи мамлакатлар ҳукуматлари капитални бир жойдан иккинчи жойга ўтказиш ва фаолият йўналишини ўзгартиришларига чекловларни киритиши билан боғлиқ рисклар;

– капитал қабул қилувчи мамлакатда ўз инвестицияси устидаги назорат ва чет эл инвесторини мулк ҳуқуқидан маҳрум этувчи қонуний ёки маъмурий чора-тадбирлар қабул қилиниши натижасида хорижий инвесторлар даромадлари пасайиши билан боғлиқ рисклар;

– маҳаллий давлат институтлари билан тузилган асосий шартномаларнинг бекор қилиниши ва чел эл инвесторлар ҳуқуқлари бузилишига олиб келувчи маъмурий ва суд амалиётлари юритилиши билан боғлиқ рисклар;

– фуқаролик урушлари ва қуролли тўқнашувлар билан боғлиқ рисклар.

ИККА капитални қабул қилувчи мамлакатга хорижий инвестицияларни рағбатлантиришга қаратилган меъёрий ҳужжатларни ишлаб чиқишда унинг аъзоси бўлган мамлакатлар вакилларига маслаҳат бериш, турли анжуманлар (конференциялар) ва семинарлар ўтказиб, хусусий фирмалар ва давлат секторида кадрлар малакасини ошириш дастурларини амалга ошириш орқали ҳудуднинг молиявий-инвестицион режими яхшиланишига имкон беради. ИККА молиявий ижара (лизинг), хизмат кўрсатиш ва бошқариш тўғрисидаги шартномаларни, франчайзинг тўғрисидаги битимларни ҳамда бошқа кўринишдаги турли янги инвестиция шаклларидаги кафолатлайди. У моли-

явий инвестицияларни кафолатлаш орқали инвестицияларнинг иқтисодий асосланганини ва уни қабул қилган мамлакат учун фойдалилигини, инвестицияни қабул қилувчи мамлакат қонунларига мувофиқлигини, инвестицияни қабул қилувчи мамлакат мавқеи ва мақсадига инвестицияларнинг мослигини, инвестицияни жалб этувчи мамлакатда инвестицион шарт-шароитларни, хорижий инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоялаш ва ҳаммани тенг кўриб ёндашишни назорат остида тутати.

ИККА фаолият юритаётгандан бери 78 та ривожланаётган мамлакатдаги 9 млрд доллар қийматга эга 500 та лойиҳага ўз кафолатларини тақдим этган. ИККА фаолияти туфайли 41 млрд долларлик тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар мамлакатларга жалб этилган.

1966 йили Инвестицион низоларни тартибга солишнинг халқаро маркази (ИНТСХМ) ташкил қилинди. Унинг асосий фаолияти хорижий инвесторлар ва инвестицияларни жалб этувчи мамлакатлар ўртасида юзага келган халқаро инвестицион низоларни, келишмовчиликларни тартибга солиш, келиштириш, арбитраж судларида ишни кўриш механизмларини яратишга қаратилган. Марказ хорижий инвестициялар тўғрисидаги қонунчилик актлари ва халқаро низоларни арбитраж йўли билан тартибга солиш бўйича тадқиқот ишларини олиб боради. Ҳозирги вақтда марказга 143 та мамлакат аъзо, фаолияти мобайнида 292 та, жумладан, 2009 молиявий йили 32 та арбитраж қайд этилган.<sup>51</sup>

XX асрнинг 90-йилларидан Халқаро валюта фонди (ХВФ) халқаро молия бозорининг асосий институционал тартибга солувчиси сифатида шаклланди. У тўлиқ ўзининг валюта ликвидлигини тартибга солиш функциясини тўлов баланси тизими орқали халқаро молия бозоридаги моли-

---

<sup>51</sup> Ваҳобов А., Хажибакиев Ш., Муминов Н. Хорижий инвестициялар. Ўқув қўлланма / И.ф.д. проф. А.В.Ваҳобовнинг умумий таҳрири остида. – Тошкент: Молия, 2010. – Б.328.

явий оқимларни тартибга солиш функциясига алмаштирди.

90-йиллардан Марказий ва Шарқий Европа ҳамда МДХ мамлакатларига ХВФ кредитлари бозор иқтисодиётига ўтишда чуқур ижтимоий-иқтисодий қайта қуриш жараёнларни ўтказаетгани учун ўсиб борди. ХВФ томонидан кредитлар бериш маълум бир сиёсий-иқтисодий шартлар бажарилгандан кейин амалга оширилади. Бу концепция («Вашингтон консенсуси»)нинг асосий шартлари корхоналарни хусусийлаштириш, бозор нархлари шаклланишини таъминлаш, ташқи иқтисодий фаолиятни эркинлаштириш ҳамда макроиқтисодий ва молиявий барқарорликка эришишни талаб этади. ХВФда устун бўлган назарий нуқтаи назарлардан келиб чиқиб унинг амалий барқарорлаштириш дастурлари асосан дефляцион характерга эга. Одатда, улар ўзига қуйидагиларни олади: давлат харajatлари, жумладан, ижтимоий мақсадни кўзлаган харajatларни қисқартириш; шахсий даромадларга солиқларни кўтариш; иш ҳақи тўловлари ўсишини ушлаб туриш; ҳисоб ставкаларини ошириш; кредитлаш ҳажми, жумладан, истеъмол учун мўлжалланган кредитларга ҳам чекловлар; ташқи иқтисодий алоқаларни либераллаштириш; импорт товарлар нархини ошириш орқали миллий валютани девальвациялаш ва ҳ.к.

Орттирилган тажриба кўрсатадики, дефляцион чоратадбирлар узоқни кўзлаган мақсадга доимо ҳам етиштиравермайди, айниқса, тўлов балансидаги мувозанатнинг бузилиши ва бошқа иқтисодий тартибсизлик пайдо қилиши, ишлаб чиқариш тушиши ҳам кузатилиши мумкин. 2000 йилдан ХВФ молия тизимининг самардорлигини кучайтириш, давлат бюджетининг шаффофлик даражасини ошириш, давлат ва хусусий секторда бошқарувни яхшилаш йўналишларидаги чора-тадбирлар ва иқтисодий сиёсатнинг узоқ муддатли, таркибий ва институционал муаммоларига кўпроқ эътибор қаратаётганини ҳисобга олиш керак. Кенг кўламда иқтисодий ўсиш ва молиявий барқарорликни таъминлаш ҳисобга олинмасдан ХВФ сиёсати-

нинг юритилиши кўплаб таҳлилчилар томонидан янги «Вашингтон консенсуси» сифатида баҳоланмоқда.

ХВФ томонидан молия бозорини тартибга солишда янги монетаристик назарияни қўллаш билан бир қаторда кредит фондлар таклифига алоҳида эътибор берилди. Фоиз ставкаси кредит фондларининг талаб ва таклиф нисбатидаги баҳосидан ташқари, дебиторларнинг банкрот бўлиши, кредит бериши билан боғлиқ риск даражасини ҳам ўзида мужассамлаштиради. Халқаро молия бозорини кредит ёрдамида тартибга солишнинг тезкор воситаси Марказий банклар томонидан ўрнатилган ҳисоб (дисконт) фоиз ставкаси ҳисобланади. Фоиз ставкасини ўзгартириш натижасида тижорат банклари томонидан тақдим этилаётган кредитларни қисқартиришга ёки оширишга таъсир кўрсатиш, яъни халқаро молия бозори доирасини торайтириш ёки кенгайтириш мумкин. Тадқиқотлар кўрсатадики, барча мамлакатлар марказий банклари ҳисоб ставкасидан миллий молия бозорини тартибга солиш воситаси сифатида фойдаланишади.

Халқаро молия бозорини тартибга солувчи янги монетар концепция ХВФни банк-кредит инструментларига таъйиб фаолият юритишга ундади. Охирги ўн йилликда ХВФ тавсиялари универсал хусусият касб этди, яъни 2002 йилдан институционал монетаризм даври бўлишига қарамай, турли мамлакатларга бир хил нисбат берилди. 2008 йили бошланган жаҳон молиявий инқирози ХВФнинг халқаро молия бозорини тартибга солиш бўйича фаолиятини такомиллаштириш заруратини кўрсатди.

Халқаро молия бозорини тартибга солувчи усул сифатида замонавий монетаризм («янги монетаризм» концепцияси) ўзида қуйидагиларни мужассамлайди:

- тартибга солиш механизмида асосий эътибор халқаро кредит бозорига қаратилган;
- кредитларни тақдим этишда банклар асосий роль ўйнайди;
- иқтисодий пасайиш даврида молия-кредит фаоли-

ятини тартибга солувчи ташкилотлар банк тизимидаги капиталнинг сақланишига катта эътибор қаратади;

– кредит келиб чиқиши жиҳатидан ҳар хил хусусиятга эгаллиги учун умумий ўлчамлар ҳақиқий ҳолатни тўғри баҳололмайди, балки нотўғри хулоса чиқаришга олиб келади. Масалан, бир банкдаги ортиқча ликвидлик бошқа банкдаги ликвидлик муаммосини бартараф этмайди;

– янги тартибга солувчи чора-тадбирлар халқаро молия бозорига капиталнинг оқиб келишини жадаллаштириши, бир хил чора-тадбирлар маълум бир молиявий ташкилотлар фаолиятига салбий таъсир кўрсатмаслиги учун уларни ХВФ орқали яқка тартибда ёки алоҳида гуруҳларга ажратиб мувофиқлаштириш лозим;

– молия бозорини тартибга солувчи янги сиёсат тўла аввалги монетар сиёсат каби банк фаолияти назариясига асосланган;

– пул муомаласини тартибга солувчи органлар фоиз ставкасининг кескин ўзгариши натижасида юзага келадиган салбий ҳолатларнинг олдини олишга асосий эътиборларини қаратишган, айниқса, қатъий кредит сиёсати даврида жорий ҳолат ёмонлашса, молия бозорининг маълум бир гуруҳ иштирокчилари ҳукуматдан кредит таклифи билан таъминлашни талаб қилишини инobatга олиш лозимлигини кўрсатади.

Хуллас, ҳозирги даврда халқаро молия бозорини тартибга солиш усулларининг мантиқий изчил тизими амал қилмоқда. Халқаро молия бозорида асосий тартибга солувчи органлар сифатида ҳукумат ва халқаро молиявий институтларни, яъни ХВФ, Жаҳон банки гуруҳи, халқаро қарздорлик масалаларини ҳал этувчи клублар, минтақавий банклар, халқаро, ҳудудий, маҳаллий инвестицион ва суғурта компаниялари, фонд ва валюта биржалари, алоҳида мамлакатларнинг марказий банклари, даврий равишда ташкил этиладиган халқаро молиявий-иқтисодий анжуманлар ва конференцияларни кўрсатиш мумкин.

Халқаро молия бозорини тартибга солувчи усулнинг жорий давр учун энг мақбулини танлаб олиш бозор сегменти ва иқтисодий тизим турига, беқарорлик даражасига боғлиқ. Бозордаги ҳолатни аниқлаш учун халқаро молиявий ташкилотлар кундалик молиявий мониторинг олиб боришади. Ҳозирда молия бозорини тартибга солувчи у ёки бу усулни қўллаш электрон алоқа воситалари ёрдамида ўтказиладиган мониторинг натижаларига боғлиқ.

Жаҳон иқтисодий инқирози даврида молия бозорига ишончни тиклаш ва мустаҳкамлигини ошириш учун уни тартибга солиш механизмлари самарадорлигини ошириш лозим. Тадқиқотларимизга асослансак, халқаро молия бозори ва уни тартибга солиш механизмлари ривожланиши шуни кўрсатадики, халқаро молия бозори ўз тараққиёт йўлида уч босқични босиб ўтган:

1) 1867 – 1944 йиллар – халқаро молия бозори ўзини ўзи тартибга солиш режимида фаолият юритган;

2) 1944 – 1976 йиллар – халқаро молия бозори қатъий ташқи бевосита тартибга солиш режимида амал қилган;

3) 1976 йилдан ҳозирги вақтгача – ўзини ўзи тартибга солиш ва ташқи тартибга солиш режимлари уйғунлигида фаолият юритмоқда (1-иловага қаранг).

Бугунги кунда халқаро молия бозорини тартибга солиш олтиннинг расман демонетизацияланиши, бозорни тартибга солишнинг бевосита ва билвосита усулларининг қўлланиши, эркин сузиб юрувчи курслар режими орқали тартиблаш, ХВФ ва бошқа халқаро тартибга солувчи органлар, етакчи давлатлар саммитларидаги турли қарорлар ва келишувларни ўзида акс эттирмоқда.

Бугунги кунда жаҳондаги молиявий инқирозни барта-раф этишга қаратилган 2008 йил ноябрь ойида АҚШнинг Вашингтон шаҳрида, 2009 йил апрелда Буюк Британия пойтахти Лондонда ва шу йилнинг сентябрь ойида АҚШнинг Питсбург шаҳрида жаҳон ялпи ички маҳсулотининг 85 фоизини ишлаб чиқарадиган 20 та йирик

давлат (G20<sup>52</sup>) иштирокида ўтказилган саммит глобал молиявий инқирознинг кўлами тобора кенгайиб бораётганини, уни бартараф этишга барча мамлакатлар баҳамжиҳат интилиши ва бунда халқаро молия ташкилотлари ролини ошириш, халқаро молиявий тартибга солиш тизимини мустаҳкамлаш кераклигини тасдиқлади. G20га аъзо мамлакатлар 2010 йил октябрь ойигача инқироз натижасида юзага келган иқтисодий муаммоларни ҳал этишга ва жаҳон ЯИМнинг 4 фоизга ошишини таъминлаш учун 5 трлн АҚШ доллари ажратишга келишишди. Шундан ўрта ҳисобда бешдан бир қисми ХВФга молиявий инқирозни бартараф этишдаги ролини ошириш учун ажратилди.

Америка банкларининг тижорат ва фонд бозори операцияларини узоқ муддат давомида бир-биридан ажратиб келган Гласс-Стигалл қонунини инкор этиш орқали Америка молия бозорини тартибга солишга қаратилган сиёсат жаҳон молиявий инқироzi келиб чиқишига сабаб бўлган асосий омиллардан эди. 2010 йил 16 июль куни АҚШ сенати ўтган асрнинг 30-йиллари молия соҳасини тубдан ислоҳ қилишга мўлжалланган молиявий тартибга солиш тўғрисидаги қонун лойиҳасини маъқуллади. Ушбу ҳужжат «Додд-Фрэнк қонуни» (ДФ) номини олди.<sup>53</sup> Шу йилнинг 22 июль куни АҚШ президенти Буюк депрессия давридан амалга оширилаётган молия тизимидаги кенг кўламли ислоҳотларни тартибга солиш мақсадида мазкур қонунни имзолади.

---

<sup>52</sup> G20га аъзо мамлакатлар: Австралия, Аргентина, Бразилия, Буюк Британия, Германия, Ҳиндистон, Индонезия, Италия, Канада, Хитой, Корея, Мексика, Россия, Саудия Арабистони, АҚШ, Туркия, Франция, ЖАР, Япония ва Европа Иттифоқи.

<sup>53</sup> АҚШ Конгрессининг вакиллик палатасида молиявий хизматлар бўйича комитет бошлиғи Б.Фрэнк ва Конгресснинг юқори палатасида банк қўмитаси бошқарувчиси сенатор К.Додд шарафига қонунга шундай ном берилган.

Фикримизча, ҳозирда кейнсчилик йўналишида иқтисодий тадқиқотлар олиб бораётган Пол Кругман ва Джозеф Стиглиц каби атоқли олимларнинг мазкур қонун тўғрисидаги фикрларини билиш мақсадга мувофиқ.

Бугунги кунда молия тизимини тартибга солишнинг тубдан ўзгартирилиши «Чикаго мактаби» намояндалари томонидан давлат томонидан тартибга солиш ўринсиз деб ҳисобланган самарали бозор ғояси билан доимо мунозара қилиб, баҳслашиб келган некейнсчилик вакиллари ғоялари ўринлилигини тасдиқлайди.

2008 – 2009 йиллари содир бўлган молиявий-иқтисодий инқирознинг қайтарилмаслиги учун Дж.Стиглиц ўзининг охириги йиллардаги илмий ишларида молия тизимини тубдан ислоҳ қилиш лозимлигини кўрсатиб келмоқда.

Молия тизимининг тубдан ислоҳ қилиниши, биринчидан, молиявий хизматлар истеъмолчилари учун ҳимоя воситаси бўлади, яъни ипотека кредитларида маълум бир муддатдан сўнг фоиз ставкасининг қарздорлар тўлов қобилиятига нисбатан кўпайиб кетиши олди олинади, деривативлар савдосида уларнинг рискинни тўғри баҳолаб қилиш имконияти яратилади.

Иккинчидан, биржалар ва клиринг ташкилотларнинг хизмат кўрсатадиган бозорлардаги инқирозлар учун жавобгарлиги оширилади, деривативлар савдоси учун улардан фойдаланиш бўйича, умуман, деривативлар бозорида максимал даражадаги шаффофлик таъминланади.

Учинчидан, банклар фақат асосий бизнеслари депозитларини жалб этиш ва кредитлар бериш билан шуғулланиши лозим. Айниқса, бу банк тизими асосини ташкил этган тижорат фаолияти билан шуғулланувчи инвестицион банкларга тегишли. Банклар бундай мақом билан арзон капиталга эга бўлишади ва инвесторлар каби ўз рискинни камайтиради. Шунинг учун йирик банкларни бир неча кичик банкларга бўлиш, уларнинг капиталига нисбатан қўшимча талабларни қўйиш ва улар фаолиятига қўшимча солиқларни жорий этиш лозим.

Тўртинчидан, АҚШ федерал резерв тизимининг (ФРТ)

монетар қарорлар қабул қилишда шаффофлиги ва жавобгарлигини ошириш лозим, чунки молиявий инқироз бўйича жавобгарликнинг муҳим қисми унинг зиммасида туради.

Буларнинг барчасига ДФ қонунининг охириги тасдиқланган кўринишида жавоб топилган.

Молия тизимида туб ислохотлар олиб бориш кераклигини яна бир атоқли иқтисодчи Пол Кругман ҳам қўллаб-қувватлаган. Унинг фикрича, АҚШ молия тизими охириги вақтларда бирмунча эски депозитлар ўрнини босувчи ҳосила молиявий воситаларни ишлаб чиқариш ва инвесторларга сотиш оқибатида хавфсизлик иллюзиясини ҳосил қилган. Бу бизнес орқали 2008 йили молия сектори мамлакат иқтисодиёти яратган ялпи даромаднинг учдан бир қисмига тенг фойда олди, яъни 20 йил аввалги ҳолатдан 2 баробарга кўп. Банклар иқтисодий тараққиёт учун лозим бўлган ўз вазифаларини бажарганда, яъни капитални ишлаб чиқариш мақсадларига йўналтирганда, рискларни қайта тақсимлаганда, молиявий барқарорликни оширганда кўрилган фойда ўзини оқлаган бўларди. «Аммо ҳақиқатда биз ўз бойлигимизни ва ундан-да кўп интеллектуал мулкимизни бизнесда мураккаб молиявий воситаларни яратишга сафарбар этдик, оқибатда иқтисодиётнинг инқирозларга мойиллиги ошишига сабабчи бўлдик»<sup>54</sup>, – деб ёзади П.Кругман. Олим ўз хулосасида молия секторини торайтириш борасидаги барча иқтисодий ислохотлар, жумладан, секторни қўшимча солиққа тортиш тарафдори эканини кўрсатган.

Америка ҳукумати охириги икки йил ичида банклар ва суғурта компанияларини қўллаб-қувватлаш учун 309 млрд АҚШ долларига тенг маблағ сарфлаган. 2008 йил октябрда АҚШ ҳукумати йирик банкларни қўллаб-қувватлаш чораларини кўриши ҳозирги кунга келиб ўзини оқлади. АҚШ

---

<sup>54</sup> <http://www.nytimes.com/2010/04/23/opinion/23krugman.html?ref=paulkrugman>

Молия вазирлиги ҳисобига кўра, АҚШ ҳукумати 2010 октябрь ҳолатига General Motors ва Chrysler автоконцернларини қўллаб-қувватлашга ажратган 80 млрд АҚШ долларида 17 млрд АҚШ доллари миқдорида зарар, лекин молиявий компанияларни қўллаб-қувватлашдан 11 млрд АҚШ доллари миқдорида фойда кўриш эҳтимоли борлигини кўрсатган. Уолл-стрит компанияларини молиявий инқироздан сақлаб қолиш учун ажратган маблағлардан 8,2% миқдорида фойда кўрган, бу кўрсаткич 30 йиллик US Treasuries фойдасидан ҳам, юқори даромадли жамфармалар, пул бозори фондлари ва депозит сертификатларидан ҳам кўпроқ.<sup>55</sup>

Аммо реал сектор стагнацияси даврида бундай кўринишдаги фойда муҳим аҳамият касб этмайди. Муомалага чиқарилаётган пуллар депрессиянинг давом этиш хатари ҳисобига реал инвестицияларга айланмасдан қолмоқда. Инқироз даврида бизнесменлар ва уй хўжаликларининг беихтиёр эртанги кунга ишончсизлиги аниқ инвестицион лойиҳаларни ишлаб чиқишга тўсиқ бўлади.

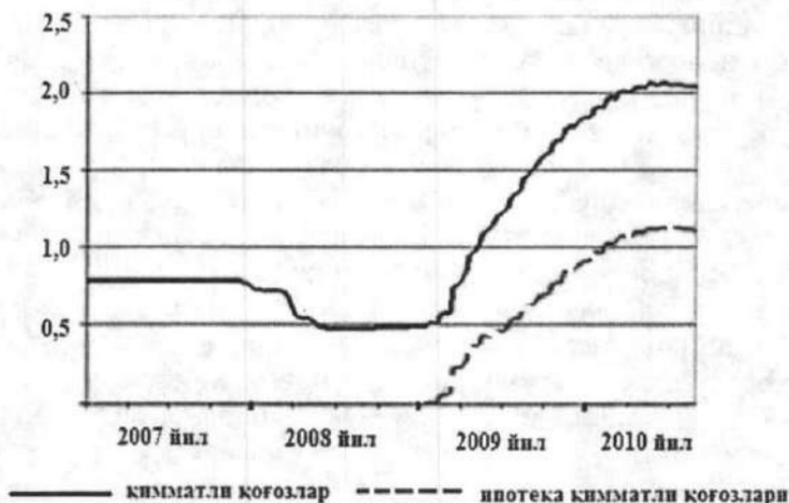
Асосий инвестицион банклардан Goldman Sachs молиявий инқироз даврида инвесторлар билан муносабатларда фирибгарлик қилганда айбланди, 2010 йил июлда банк АҚШ қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича комиссияси (SEC)га ва ўз инвесторларига умумий ҳажми 550 млн АҚШ доллари миқдорида жарима ва компенсация тўловларини тўлашга розилик берди. Ушбу инвестицион банк ўз омонатчиларига тўлиқ маълумот тақдим қилмагани ва ўз молиявий фаолиятини олиб бориш усулларини қайта кўриб чиқиш мажбуриятини олганини SEC эътироф этган. SEC Уолл-стритдаги бошқа компаниялар ҳам ушбу ҳолатдан сабоқ чиқаришларини ва бизнесни юритишнинг асосий тамойилларига қатъий риоя қилиш кераклигини алоҳида кўрсатади.<sup>56</sup>

---

<sup>55</sup> [http://www.vedomosti.ru/finance/news/1128346/dohod\\_vlastej\\_ssha\\_ot\\_sspaseniya\\_kompanij\\_v\\_period\\_krizisa](http://www.vedomosti.ru/finance/news/1128346/dohod_vlastej_ssha_ot_sspaseniya_kompanij_v_period_krizisa).

АҚШ федерал ғазнаси ва банклар ўртасидаги бюджет маблағларининг икки томонлама оқими банкларнинг зарарли қарзларини сотиб олиш ва кредит эмиссияси билан ўзаро таққослаганда аҳамиятсиз экани ойдинлашмоқда.

Федерал захира тизими (ФЗТ)нинг йирик Америка банкларини молиявий қўллаб-қувватлаши натижасида банкларнинг молиявий-иқтисодий ҳолати ижобий томонга ўзгарди, яъни уларнинг кредитлари қисқариши ҳисобига ликвидлиги ошди, зарарли активларга айланган йирик ҳажмдаги деривативлари камайди. Аммо ФРТнинг йирик инвестицион банкларни қўллаб-қувватлаши натижасида 2009 йилнинг иккинчи ярим йиллиги давомида унинг балансидаги қимматли қоғозлари ҳажми 4 баробарга ошди. Бу ўсиш тижорат банкларининг инқирозни юзага келтирган қимматли қоғозлари ҳисобига юз берган (1.6-расмга қаранг).



**1.6-расм. АҚШ ФРТ балансида қимматли қоғозлар динамикаси (трлн АҚШ доллари)<sup>56</sup>**

<sup>56</sup> <http://www.rbcdaily.ru/2010/07/16/world/495226>

<sup>57</sup> <http://fintimes.km.ru/tsenye-bumagi/frs/13054>.

ДФ қонуни 2008 йилдаги молиявий инқирознинг асосий сабабчиси молиявий, инвестицион ташкилотлар фаолиятини тартибга солишга, молия тизимидаги рискларни қисқартиришга қаратилган бўлиб, қонун ости 243 та ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларни қабул қилиш лозимлигини ва 150 дан ортиқ турли мавзуларда тадқиқотлар олиб бориш зарурлигини кўрсатмоқда. Тартибга солувчиларга ушбу қонун банклар ва молиявий ташкилотлар устидан назорат бўйича кўплаб ваколатларни, муаммоли йирик кредит ташкилотларни тугатиш ҳуқуқини ҳам тақдим этган. Ҳужжатда банкларнинг ўз капитали доирасида бозордаги операцияларни амалга оширишга чекловлар кўрсатилган.

Келажакда ДФ қонуни асосида банклар биринчи даражали капиталининг 3%дан кўп бўлмаган миқдориди хедж фондлар ва хусусий инвестиция фондларига маблағларини қўйиши, ушбу фондлар капиталининг 3%дан ортмаган миқдорига эга бўлишлари мумкин.

Қонун деривативлар савдосига, федерал суғурта дастурига қатнашувчи банклар имкониятларини ҳам чеклайди. Кредит ташкилотларининг бундай фаолиятни амалга ошириши учун унинг таркибида алоҳида корхона ва ташкилотларни, филиалларни ташкил этишлари лозим. Қонунда рискларни суғурталаш мақсадида банкларга СВОП операцияларини амалга оширишга рухсат берилган.

АҚШнинг тартибга солувчи органлари вакилларида иборат кенгашни тузиш ҳам қонунда эътиборга олинган. Кенгаш фаолиятининг асосий йўналишлари қуйидагилардан иборат:

– молия секторидаги тизимли рискларни камайтириш ва бартараф этиш;

– йирик молиявий институтлар устидан назорат қилиш функциясини ФЗТга бериш;

– муаммоли молиявий ташкилотлар устидан назоратни ҳукуматга топшириш;

– уларни қайта ташкил этиш ва фаолиятини ўзгартириш;

– ҳосила молиявий воситалар бозорини тартибга солиш йўллариини такомиллаштириш ва биржа савдо механизмларини ташкил этиш орқали унинг шаффофлигини ошириш;

– хусусий инвестиция фондлари ва хедж-фондлар устидан назорат тизимини амалга ошириш.

Қонун ҳозирги молия тизимидаги қуйидаги уч асосий муаммони бартараф этишга қаратилган:

– умумий назоратнинг йўқлиги;

– мамлакат иқтисодий тизимига хавф солувчи ташкилотлар фаолиятидаги шаффофликнинг етарлимаслиги;

– нобанк ташкилотларни тартибга солиш механизмининг йўқлиги.

ДФ қонуни қуйидаги учта янги институтни ташкил этишга асос солади:

– молиявий барқарорликни назорат қилиш бўйича кенгаш (муассасалараро орган). Кенгаш ФЗТга тизимли институтлар капиталининг етарлилиги, ликвидлиги ва риск даражаси бўйича меъёрий талабларни белгилаш ва уларни тартибга солишга доир ўз тавсияларини беради. Тартибга солувчи банкнинг операцияларини ноқонуний ёки самарасиз деб ҳисобласа, уларни қисқартириш ёки чеклаш имконига ҳам эга. Молиявий тадқиқотлар хизматида молиявий компанияларга тегишли ахборотларни олишига ва талаб қилишига кўп ваколатлар берилган, бундай ахборотлардан РЕПО бозорига ўхшаш шаффоф бўлмаган бозорларни тадқиқ қилишда ва уларнинг муаммоларини бартараф этишда фойдаланилади. Тартибга солувчи томонидан тизимли рисклар харитасини яратиш ҳисобига бир ёки бир нечта банкларга маълум бир фаолият соҳаларидаги операцияларни камайтириш, оқибатда уларнинг рискларини пасайтириш имконига эга бўлади;

– молиявий хизматлар истеъмолчиларини ҳимоялаш бўйича агентлик (ФЗТ қошидаги мустақил орган). Агентлик 10 млрд АҚШ долларидан кўпроқ активга эга банклар ва кредит уюшмалари, улар билан алоқадор барча компаниялар, қарзларни тўплашга кўмак берувчи ташкилот-

лар фаолиятини тартибга солиди. Агентликнинг асосий вазифаси банк хизматлари тўғрисидаги ахборотлар билан истеъmolчиларни таъминлаш, уларнинг молия соҳасидаги малакасини ошириш чораларини кўриш ва истеъmolчиларни ўқитиш ишларини ташкил этиш, ноқонуний операциялардан, шубҳали битимлардан, спекулятив операциялардан огоҳлантириш ва уларга бундай вазиятларда керакли ташкилотларга тезкор хабар бериш йўллари кўрсатиб боришдан иборат. Институционал ислохотлардан ташқари банк жавобгарлигисиз истеъmolчиларни кредитлашдан ҳимояловчи бир қатор чекловлар ҳам амалиётга жорий этилмоқда. Масалан, ипотека кредитини олган шахслар билан тузилган шартномаларда сузиб юривчи кредит фоиз ставкасининг юқори чегараси ўрнатилишини кўрсатиш мумкин. Банкнинг кредит бериш бўйича қарори салбий бўлиш эҳтимоли туғилса, истеъmolчиларнинг ўз кредит қобилиятини баҳолашига эркинлик берилган ва бу қонуний кафолатланган;

– инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш бўйича инвестицион маслаҳат қўмитаси (Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича комиссия (SEC) қошида ташкил этилади). Қўмита инвесторларнинг асосий муаммоларини ҳал қилиш ва уларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш бўйича ўз тавсияларини беради. Инвесторларнинг аниқ шикоятлари «омбудсман»да кўриб чиқилади. Хедж-фонд бошқарувчилари, рейтинг агентликлари устидан шикоят қилиш мумкин. Инвесторлар рейтинг агентликларига муваффақиятсиз битимлар содир бўлганда ўз талабларини қўйиш имконига эга, яъни уларда эксперт сифатида жавобгарлик мавжуд. Салбий рейтинг кўрсаткичи натижасида SEC агентликни рўйхатдан чиқариши мумкин. Қонун бўйича 100 млн АҚШ долларидан ортиқ активга эга хедж-фондлар рўйхатдан ўтиши ва SECга ҳисоб бериши лозим. Бу маълумотларни SEC молиявий барқарорлик бўйича кенгашга жўнатади ва йилда бир маротаба ушбу маълумотлардан инвесторларни ҳимоялашда қандай фойдаланганлик тўғрисида Конгресс олдида ҳисобот беради. Салбий

рейтинг кўрсаткичи натижасида SEC уларни рўйхатдан чиқариши ва уларга жарима солиши мумкин.<sup>58</sup>

Ушбу қонунни амалиётга жорий этишда асосий етакчилардан бири сифатида ФЗТ собиқ раиси, ҳукумат маслаҳатчиси Пол Волкерни кўрсатиш ўринли. Волкер қоида-сига кўра, банклар хусусий инвестиция компаниялари ва хедж-фондлар сифатида фаолият кўрсатиши тақиқланганди. Ниҳоят, ҳукумат аъзоларининг турли музокараларидан сўнг банкларга ўз капиталининг 3% миқдорини хусусий инвестиция компаниялари ва хедж-фондларга жойлаштиришига имкон берилди. Инқироз натижаларидан келиб чиққан ҳолда П.Волкер ташаббуси билан АҚШ банк тизимида кескин иқтисодий ислохотлар юритила бошладди. Масалан, у банкларни икки турга ажратишни таклиф этди, яъни тижорат ва бошқа турда фаолият юритувчи банклар. Унинг фикрича, тижорат банклари депозитлар жалб қилиш ва кредитлар бериш фаолияти билан, бошқа банклар турли фаолиятлар билан шуғулланиши мумкин. Мазкур тартибда банкларнинг фаолияти 1933 йилдаги Гласс-Стигал қонунининг амалдаги кўринишини ўзида намоён этади. Буюк депрессия даврида Гласс-Стигал қонуни банкларга ўзининг шўъбалари орқали андеррайтинг фаолияти билан шуғулланиш имконини берган эсада, инвестицион фаолиятдан олинган даромад банкнинг умумий даромади 10%дан ортиқ бўлишига йўл қўймаган. П.Волкер фикрича, аҳоли маблағлари билан инвестиция банклари шуғулланмаслиги даркор. Ҳукумат маслаҳатчиларининг бошқа бир таклифи эса банк маблағларини хедж-фондларга қўйишни умуман чеклаш кераклиги, бунинг натижасида спекулятив операцияларнинг олдини олиш мумкинлиги тўғрисида бўлди. Аммо Goldman Sachs, Citigroup ва JP Morgan каби йирик инвестицион банкларнинг хусусий инвестиция компаниялари ва хедж-фонд-

---

<sup>58</sup> <http://slon.ru/blogs/zubovaea/post/426282/> – Зубова Е. Как Обама защитил потребителей.

ларга қўйган маблағларини қисқартириши учун ўнлаб йиллар талаб этилиши ҳам муҳокама марказида турди.<sup>59</sup> Бир қатор экспертлар фикрича, Wall Street банкларини сақлаб қолишнинг имконияти йўқ. ДФ қонунининг қабул қилиниши бир қатор йирик Америка банкларининг қимматли қоғозлар бозоридаги савдо операциялари тугатилишига олиб келди. Тижорат банкларига муддати ўтган кредитлар бўйича жарималар каби бир қатор чекловларнинг ўрнатилиши истиқболдаги фаолияти яхшиланиши билан бирга жорий фаолиятида бирмунча йўқотишлар бўлишига ҳам туртки бермоқда. Банкнинг капитал ҳажмига, зарарлар бўйича захираларига ва бошқаларга талабларнинг ўрнатилиши бир неча йилга чўзилиши ҳам эътиборга олинган.

Фикримизча, ДФ қонуни жорий этилиши натижасида молия бозори ва реал инвестицияларнинг жадал суръатлар билан ривожланишига умид қилиб бўлмайди. Қонунда ўрнатилган барча меъёр ва тартибларнинг амалиётда синовдан ўтиши учун бир неча йиллар керак. Ундаги ноаниқликлар молиявий инновацияларга салбий таъсир кўрсатиши, иқтисодий таҳлил жараёнларини кучайтириши, ликвидлиги паст активлар rischi учун тўловларнинг ошишига олиб келиши мумкин ва келажакда молия бозорини бошқарувчи барча қоидалар такомиллашишига сабаб бўлади, бу мамлакат иқтисодий ўсиши учун муҳим.

АҚШ молия бозоридаги операциялар бўйича қонунчиликнинг кучайтирилиши жаҳон молиявий инфраструктурасига қандай таъсир кўрсатиши ноаниқлигича қолмоқда. Капитал ҳаракати устидан назоратнинг йўқлиги АҚШдан бошқа молиявий марказлар (Лондон, Гонгконг)да молиявий фаолликнинг кучайишига сабаб бўлиши мумкин. Муаммони глобал даражада ҳал қилиш муҳим аҳамиятга эга, ушбу жараённинг бориши анча қийин кечиш эҳтимоли мавжуд. Чунки Гонгконг томон инвесторлар ҳаракат-

---

<sup>59</sup> <http://www.k2kapital.com/news/275490/>

ти ушбу бозор тараққиётига ва ундаги инвесторлар даромадлари кўпайишига олиб келади.

ДФ қонунини амалиётга жорий этиш натижасида бошқа бир муаммо юзага келиши, яъни мамлакатда иқтисодий ўсиш секинлашиши мумкин. Ушбу қонун Гласс-Стигал қонуни асосида яратилган эса-да, реал инвестицияларни тартибга солишга ва уларни ривожлантиришга қаратилмай, спекулятив операцияларни бартараф этишга мўлжаллангани асосий камчиликларидан бири ҳисобланади.

Фикримизча, ҳозирги инқироз шароитида молия бозорини тартибга солиш ва барқарорлигини таъминлаш қуйидагиларда ўз аксини топади:

– инқироздан қутулиш мақсадида молия бозорини тартибга солувчи ва мустаҳкамлигини оширувчи иқтисодий ислохотларни олиб бориш. Беқарор бозорни тартибга солиш дастлаб маҳаллий органлар томонидан амалга оширилиши лозим. Лекин бозорнинг глобал миқёсга эгаллиги халқаро даражада тартибга солувчи ташкилотлар билан ҳамкорликни кучайтиришни талаб этади. Бу эса халқаро молиявий бозорлар барқарорлигини таъминлашга хизмат қилади. Тартибга солиш чоралари бозорнинг ўз-ўзини тартибга солувчи қоидаларига кўмаклашиши, бозорда янгилик ва рақобатни қўллаб-қувватлаши зарур. Қўллаб-қувватлашда мамлакатлар ўз манфаатларини кўзлаб турли меъёрий ҳужжатлардан фойдаланиши, бошқа мамлакатлардаги молия бозорларига салбий таъсир кўрсатмаслиги керак;

– самарали тартибга солиш тизимини мустаҳкамлаш. Мамлакатлар молия бозорида олди-сотди воситалари ва иштирокчиларининг хусусиятларидан келиб чиқиб тартибга солиш ва назоратни йўлга қўйишлари даркор. Кредитлаш соҳасида фаолият юритувчи рейтинг агентликлари қаттиқ назоратга олиниб, молия бозорини тартибга солувчи ягона мезонлар шакллантирилиши лозим. Молиявий воситалар ва хизматлар савдосининг кенгайиши ҳамда янгиларининг яралишига тўсиқ бўлмайдиган иқтисодий

циклнинг барча кўламларида тартибга солиш самарадорлигини ошириш керак. Халқаро молия бозорини тартибга солиш тизимини мамлакатлараро ўзаро келишилган ҳолда ҳал этиш даркор;

– молия бозорлари мувофиқлигини таъминлаш. Ҳуқуқий ҳамкорликнинг сустиги оқибатида ноқонуний молиявий рисклардан ҳимояланиш чораларини кўриш, ўз манфаатларини суистеъмол қилиш, товламачилик ва бозордаги ноқонуний фирибгарликлардан огоҳлантириш, манфаатлар тўқнашувига йўл қўймаслик, истеъмолчилар ва инвесторлар ҳимоясини кучайтириш йўли билан жаҳон молия бозори бутунлигини сақлаб қолиш. Мулоҳазасизлик билан фаолият юритадиган эмас, балки жавобгарлиги оширилган бозорларни шакллантириш зарур;

– халқаро молиявий ташкилотларни ислоҳ қилиш. Бреттон-Вудс ташкилотлари (ХВФ, ЖБ)нинг жаҳон иқтисодиётидаги асосий марказларда иқтисодий-молиявий ислохотлар олиб боришидаги тенглик тамойилидан келиб чиқиб қонунийлик ҳамда самарадорлигини ошириш. ХВФ ва бошқа молиявий ташкилотларга G20 томонидан 1,1 трлн АҚШ доллари миқдоридagi маблағ жаҳондаги молиявий барқарорликни таъминлаш учун ажратилди. ХВФ ресурслари 750 млрд АҚШ долларига оширилди, шундан 250 млрд АҚШ доллари янги СДР<sup>60</sup>лар чиқаришга сарфланмоқда. ХВФ томонидан ажратиладиган пул маблағлари кредитлашни қайта тиклашга, иқтисодиётни ривожлантиришга ва янги иш ўринлари яратишга йўналтирилган. ЖБнинг кредит линияларини қўллаб-қувватлаш учун 100 млрд АҚШ долларига тенг маблағ ажратилди. Ушбу ташкилотлар 250 млрд АҚШ долларини савдо-мо-

---

<sup>60</sup> СДР (махсус қарздорлик ҳуқуқи) – ХВФнинг ҳисоб бирлиги, тўлов баланси қолдиғини тартибга солишда фойдаланилади. СДР курси тўрт етакчи валюталар саватидаги салмоғига кўра АҚШ доллари, евро, иена ва фунт-стерлингнинг АҚШ долларидagi қиймати асосида аниқланади.

лия соҳасини қўллаб-қувватлаш учун ажратди. Уларнинг фаолиятини бошқаришда бозор иқтисодиётига ўтаётган ва ривожланаётган мамлакатлар овозлар ҳажми оширилиши лозим. ХВФ ва ЖБга аъзо бозор иқтисодиётига ўтаётган ва ривожланаётган мамлакатлар квотаси бирига кам, бошқасига кўпроқ ҳолда мужмал қайта тақсимланмоқда. Бундай тақсимлашга барҳам бериб, ушбу мамлакатларга ХВФ ва ЖБ ресурсларидан фойдаланиш ва бошқарувида камида мос равишда 5 фоиз квоталарни тақдим этиш, 3 фоиз овозга эгалик ҳуқуқини бериш керак. Молиявий барқарорлик бўйича форум (МБФ) таркибини иқтисоди ривожланаётган мамлакатларни қўшиш орқали кенгайтириш зарур. Иқтисодий инқирозларни башоратлаш тизимини ташкил этиш учун Молиявий барқарорлик бўйича кенгаш (МБК) ташкил этилиб, унга G20, Еврокомиссия, Испания ва МБФ аъзолари киритилган. МБКнинг молиявий тартибга солишни мустаҳкамлаш бўйича мониторинг ва мувофиқлаштириш фаолиятини кучайтириш шарт. ХВФ инқирозга қарши фаолиятини МБФ ва бошқа органлар билан ҳамкорликни кенгайтирган ҳолда олиб бориши лозим;

– биржадан ташқари бозор инфратузилмасини яхшилаш орқали кредит деривативлар бозори шаффофлиги ва барқарорлигини ошириш ҳамда улар билан боғлиқ тизимли рискларни қисқартириш даркор. Биржадан ташқари деривативлар бозорини такомиллаштириш ва рискларни ўзларига олувчи йирик халқаро ташкилотлар жавобгарлигига самаралироқ молиявий воситаларни жалб қилиш талаб этилади. Нархларнинг кескин ўзгаришини мувофиқлаштириш учун биржадан ташқари молиявий бозорлар фаолиятини ва тартибга солиш йўлларини яхшилаш ҳамда шаффофлигини таъминлаш керак;

– молия тизими ва уни тартибга солишга ишончни тиклаш. Банк тизими капиталлашув даражасини аниқловчи халқаро ва миллий тартиб-қоидалар ўртасидаги қарама-қаршилиқни бартараф этиш лозим. Барча тармоқда муҳим молиявий ташкилотлар, воситалар ва бозорлар учун

кузатув ҳамда тартибга солишни кучайтириш керак. Хед-жирлаш фондлари (рискни бошқарувчи фондлар) фаолиятидаги инқироз жаҳон молиявий, сўнгра иқтисодий инқирози юзага келишидаги сабаблардан бири бўлган. Банк сектори ва бошқа молиявий ташкилотларни тартибга солиш тизими, уларнинг инқирозига туртки берган ортиқча ресурслардан воз кечиш керак. Одатдаги банк амалиётига қайтмасдан, янгича банк фаолиятини ташкил этиш лозим. Турли молиявий хатарларнинг олдини олиш учун банк капиталини миқдор ва сифат жиҳатдан ошириш зарур.

Биринчи бобда амалга оширилган тадқиқотларга таяниб қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

– жаҳон иқтисодиёти молия бозорларидаги активлар баҳосининг асоссиз ўсиши, «спекулятив кўпиклар»га бир неча бор дуч келишига қарамай, ҳозиргача уларни бартараф этишнинг илмий-амалий усуллари ишлаб чиқилмаган. Қолаверса, монетар органларнинг активлар баҳосининг бундай асоссиз ўсишига йўл қўймаслик бўйича стратегиялари масаласи назарий жиҳатдан ҳам ўз ечимини топмаган;

– молия бозорига, хусусан, қимматли қоғозлар бозорига чет эл капиталининг кириб келиши молиявий «кўпиклар»нинг ривожланиш тенденциясини кучайтирган;

– спекулятив фаолликни бартараф этишда монетар органлар томонидан пул-кредит сиёсати чора-тадбирлари доирасида фонд бозорини самарали тартибга солиш чоралари зарурати ортмоқда;

– инвестиция фондлари банклар ва бошқа молиявий воситачилар кўрсатолмайдиган хизматларни таклиф қилиш билан бирга аҳолининг бўш жамғармаларини мамлакатдаги инвестиция жараёнларига сафарбар этмоқда;

– инвестиция фондларининг тавсифланиши ва турлитуманлиги молия бозорида инвесторларнинг даромадларини ошириш билан бир қаторда бозорнинг профессионал иштирокчилари кўпайишига, ундаги рисклардан ҳимояланишнинг инвесторлар хусусиятлари ва манфа-

атларини инобатга олган ҳолда ташкил этилишига олиб келиб, молия бозори барқарор ривожланишига замин яратади;

– бозор иқтисодиёти яна бир бор ўзини ўзи самарали тартибга солишнинг уддасидан чиқмади, натижада бозорнинг давлат томонидан тартибга солинишини қўллаб-қувватловчилар сони кўпаймоқда;

– банклар томонидан активларни секьюритизациялашда муомалага чиқариладиган молиявий инструментлар, ҳосила молиявий воситаларнинг гаров сифатида қабул қилинишига нисбатан халқаро миқёсда муайян чекловларни ўрнатиш зарур. Хусусан, акция ва облигацияларни гаров таъминоти сифатида қабул қилишга нисбатан захира талаблари белгиланиши мумкин;

– «Гласс-Стигал» қонунининг замонавий кўриниши ДФ АҚШ молия бозорини соғломлаштира-да, жаҳон бўйлаб капитал ҳаракати устидан назоратнинг йўқлиги АҚШдан бошқа молиявий марказлар (Лондон, Гонгконг)га томон молиявий оқимлар фаоллиги кучайишига сабаб бўлади, ушбу қонун реал инвестицияларни тартибга солишга ва ривожлантиришга қаратилмай, спекулятив операцияларни бартараф этишга мўлжаллангани уни такомиллаштириш заруратини кўрсатади.

## II БОБ.

### ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИ ШАРОИТИДА МОЛИЯ БОЗОРИ ТАРКИБИЙ ТУЗИЛМАСИ РИВОЖЛАНИШНИНГ АМАЛДАГИ ҲОЛАТИ

#### 2.1. Халқаро капитал ҳаракатининг асосий шакллари ва уларнинг замонавий тенденциялари

Халқаро капиталлар ҳаракати ўз-ўзидан кўпайишини кўзлаб чет элга капитални жойлаштириш ва фаолият юртишдир. Иборанинг синоними капитал экспорти ёки капитал чиқариш.<sup>61</sup> Фикримизча, халқаро капиталлар ҳаракати, айтилишича, нисбий ортиқча бўлган пул ёки товар моддий маблағларнинг мамлакат чегарасидан четга жойлаштирилишидир. Бундан кўзланган асосий мақсад тадбиркорлик фаолиятдан фойда олиш ёки қўйилган капиталдан устама фоиз олиш. Халқаро капитал ҳаракати сифатида мамлакатлар ўртасидаги молиявий ресурслар оқими миллий инвестиция ва жамғарма ўртасидаги номутаносиблик оқибатида келиб чиқади.

Молиявий глобаллашув шароитида халқаро капиталлар ҳаракатида ўзига хос хусусиятлар сифатида қуйидагилар кўзга ташланади:

– жаҳонда капиталнинг нотекис жойлашиши, бунда капитал ресурси капиталга бой мамлакатдан капиталга муҳтож мамлакатга қараб оқиб боради;

– кўп мамлакатларда жамғарма ва инвестициянинг

---

<sup>61</sup> Мировая экономика и международные экономические отношения: Учебник / Под. ред. проф. А.С.Булатова, проф. Н.Н.Ливенцева. – М.: Магистр, 2008. – С.490.

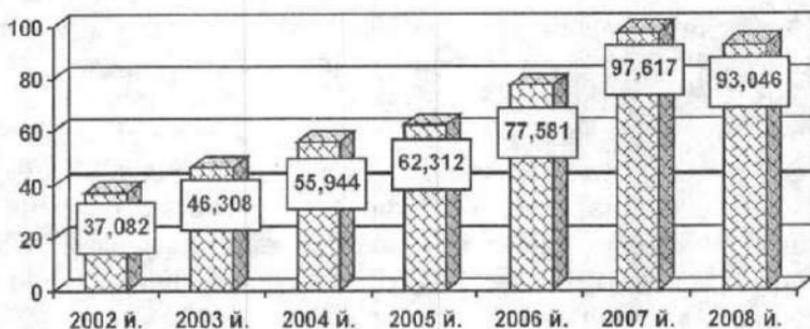
номутаносиблиги. Натижада инвестиция учун ортиқча маблағлар ёки дефицит содир бўлади. Мос равишда капиталнинг соф экспорти ёки импорти вужудга келади;

- мамлакатларнинг инвестицион муҳитидаги, капитал қўйилмалар учун шароитлардаги фарқланишлар;

- капитал эгасининг капиталдан фойдаланиш самардорлигидаги фарқлар ва унинг бошқа чет элдаги капитални эгаллашга қаратилган ҳаракатлари ҳамда капиталдан самарасиз фойдаланаётган жойдан ўрин олишга интилиши;

- иқтисодий ресурс сифатида, одатда, капиталнинг юқори даражада сафарбар этилиши. Бу ҳолат жаҳон иқтисодиёти глобаллашуви, эркинлашуви, трансмиллийлашуви ва интеграциялашуви шароитида янада кўпроқ кучга эга бўлади.

Халқаро капитал ҳаракати охириги ўн йилликда ўсиш тенденциясига эга, 2008 йили юз берган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози унга салбий таъсир кўрсатган. Натижада унинг ҳажми 97,6 трлн АҚШ долларидан 93,0 трлн АҚШ долларига, яъни 5%га пасайган (2.1-расмга қаранг).



2.1-расм. Жаҳондаги халқаро инвестициялар ҳолати (активлар ҳажми, трлн АҚШ доллари)<sup>62</sup>

<sup>62</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2009>

Халқаро капиталнинг асосий шакллари мамлакат молия бозорини ривожлантириш концепциясида ўз аксини топиши керак. Халқаро инвесторлар унга мос равишда қарор қабул қиладилар ва инвестицияларини ҳаракатга келтирадилар. Халқаро капиталнинг асосий шакллари сифатида расмий капитал, хусусий капитал, қисқа, ўрта ва узоқ муддатли, тадбиркорлик капитали, ссуда капитали, тўғридан-тўғри инвестициялар, портфель инвестицияларни келтириб ўтиш мумкин. Улар ўртасида ўзаро боғлиқлик ва миллий иқтисодиёт учун қандай шаклда қўйиш афзал эканлигини 2.2-расмда кўрамиз.

Халқаро капиталнинг асосий шакли расмий капитал – давлатлараро ташкилотлар ва ҳукумат қарорлари асосида давлат бюджети маблағларини чет элдан қабул қилиш ёки чет элда жойлаштиришдир. Хусусий капитал хусусий юридик шахслар (фирма, корхона, ташкилот, банклар ва ҳ.к.) маблағларини уларнинг бошқарув органлари қарорлари асосида чет элларда жойлаштиришдир. Халқаро капитал ҳаракатида худди шу шакллардан келиб чиққан ҳолда чет элга хусусий, давлат ва халқаро ташкилотлар капиталлари кўринишида олиб чиқилади. Агар капитал экспорт қилаётган компаниянинг ярми давлатга қарашли эса, ўша компания капитални чет элга экспорт қилса, у хусусий капиталга тегишли бўлади. Жаҳон капитал экспортида хусусий капитал етакчи, кейинги ўринларни давлат капитали, халқаро ташкилотлар капитали эгаллаган. Одатда, давлат ва халқаро ташкилотлар четга капитални ссуда шаклида, кредит ва қарз, моддий ёрдам кўринишида чиқаради. Расмий ва хусусий капитал халқаро капиталнинг икки хил: тадбиркорлик ва ссуда капитали шаклида кўзга ташланади.

Тадбиркорлик капитали тадбиркорлик фойдасини олиш учун чет элларда бевосита ва билвосита ишлаб чиқаришга қўйилган маблағлар ҳисобланади. Ссуда капитали деб муддатлилик, қайтаришлилик, тўловлилик шартлари асосида устама фоиз олиш учун чет элларга қўйилган капиталга айтилади. Ссуда капитали чет эл валюта-

сидаги депозитлар ёки чет элга банк депозитлари ва бошқа қўйилмалар, кредит ҳамда қарзлар кўринишида бўлиши мумкин. Бундай кредитларнинг, одатда, турлича кўринишлари мавжуд (масалан, экспорт, импорт кредитлари). Ссуда капиталига мамлакатлараро ёрдамларни ҳам киритиш мумкин. Статистикада ссуда капитали кўринишидаги инвестициялар «бошқа инвестициялар» сифатида акс этади.

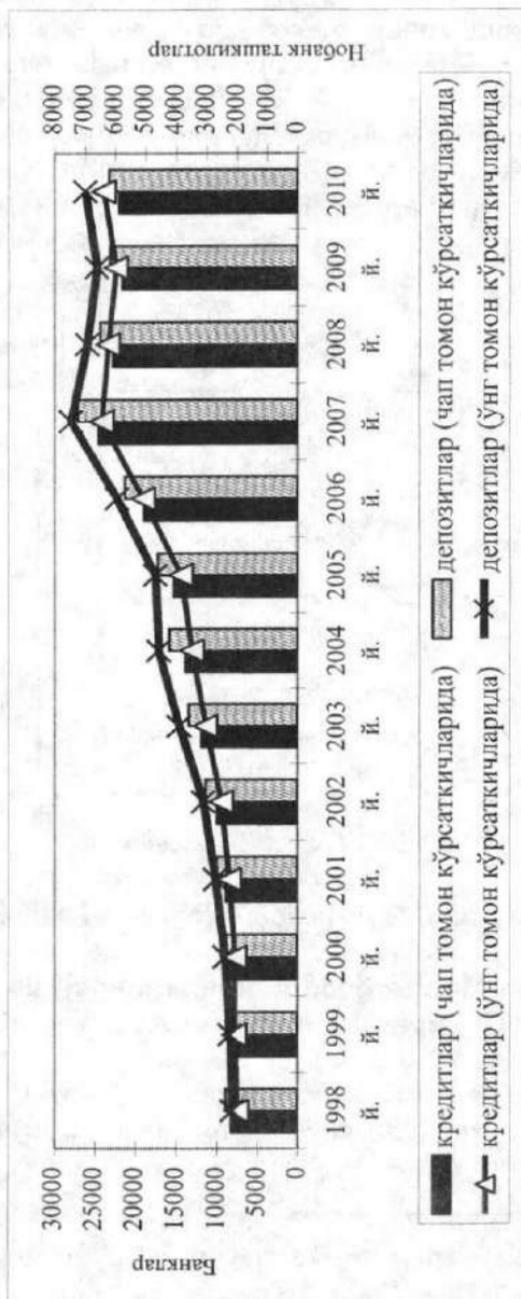


## 2.2-расм. Молия бозори концепцияси ва халқаро капитал ҳаракатининг асосий шакллари<sup>63</sup>

Банк ва нобанк ташкилотларнинг ташқи кредитлари ва депозитлари халқаро ссуда капитал ҳаракатининг асосий элементларидан бири ҳисобланади. Ҳозирда бу каби

<sup>63</sup> Тадқиқот натижаларига асосланиб муаллифлар томонидан шакллантирилган.

2.3-расм. Банк ва нобанк ташкилотларнинг ташқи кредитлари ва депозитлари ҳажмининг ўзгариши (млрд АҚШ доллари)<sup>64</sup>



<sup>64</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org) – Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида тузилган.

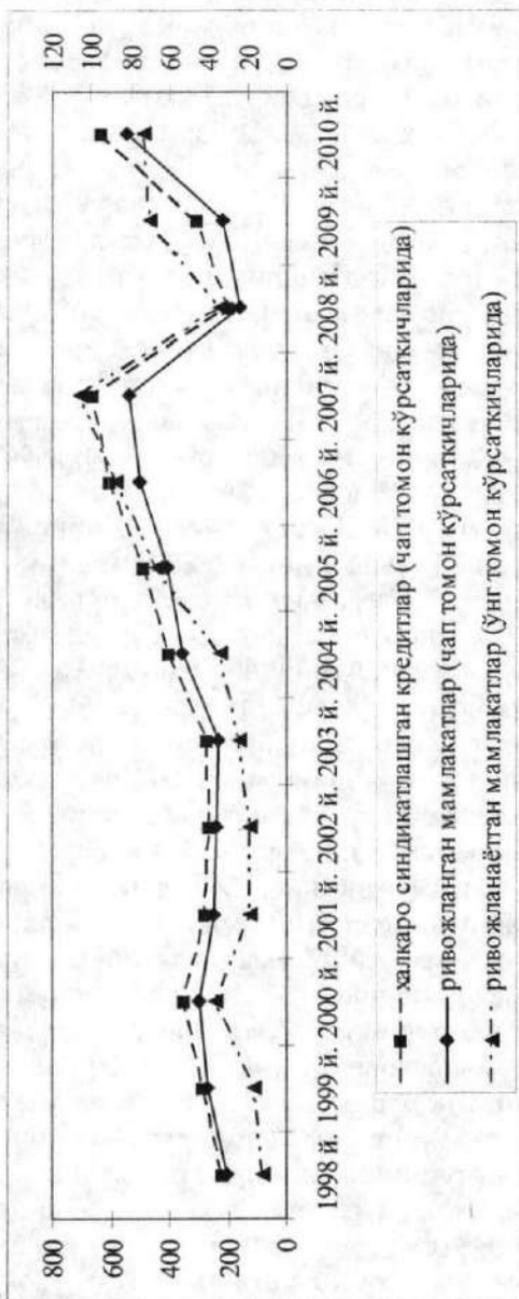
ташқи кредитлар ва депозитларнинг ҳажми бўйича ривожланган мамлакатлар етакчилик қилмоқда. 2008 йилдаги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози уларнинг ҳажми ўзгаришига салбий таъсир кўрсатган. Охирги ўн йилликда уларнинг ҳажми уч баробардан ошган, аммо 2008 – 2009 йиллари инқироз натижасида мос равишда 8% ва 5%га қисқарган (2.3-расмга ва 2-иловага қаранг).

Халқаро ссуда капитал ҳаракатининг асосий элементларидан яна бири халқаро синдикатлашган кредитлардир. Ҳозирда халқаро синдикатлашган кредитларни чиқаришда ривожланган мамлакатлар етакчи. 2008 йилдаги молиявий инқироз даври ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар халқаро синдикатлашган кредитларига бир хил даражада таъсир кўрсатган. Охирги ўн йилликда уларнинг ҳажми уч баробардан кўпроққа ошди, яъни 1998 йили 218,4 млрд АҚШ долларни, 2007 йили 662,7 млрд АҚШ долларини ташкил этган. 2008 йили инқироз натижасида уларнинг ҳажми яна 3 баробардан кўпроққа қисқарган ва 198,7 млрд АҚШ доллари бўлган. Ҳозирда уларнинг ҳажми яна ўсиш тенденциясига эга (2.4-расм ва 2-иловага қаранг).

Расмий капитални халқаро миқёсда ссуда капитали тарзида ташкиллаштиришнинг мамлакат иқтисодиёти учун афзаллик тарафлари катта. Ссуда капиталининг афзаллиги фойда меъёри ва унинг қайтарилишида иқтисодий риск даражаси камлигидир. Хусусий капиталнинг табдиркорлик капитали сифатида қўйишнинг афзаллиги унинг юқори даражада фойда олишни таъминлашида ва фойда олиш мақсадида табдиркорлик капитали маблағлари эластиклиги юқорилигида кўзга ташланади. Табдиркорлик капитали инвесторга ўз мулкидан тўғридан-тўғри инвестициялар ва портфель инвестициялар шаклида фойда олишни таъминлайди. Табдиркорлик капитали тўрт хил: тўғридан-тўғри инвестициялар, портфель инвестициялар, ўрта, узоқ муддатли ҳамда қисқа муддатли халқаро капитал қўйилмалар шаклида кўзга ташланади.

Тўғридан-тўғри инвестициялар мамлакатга узоқ муд-

2.4-расм. Халқаро синдикатлашган кредитлар ҳажмининг ўзгариши  
(млрд АҚШ доллари)<sup>65</sup>



<sup>65</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org) — Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида тузилган.

датли иқтисодий фойдани кўзлаб қўйилган капитал, у инвесторга капитал жойлаштирилган объект устидан назорат олиб боришни таъминлайди. Бу, одатда, 10 фоиздан кам бўлмаган акция ёки улушга эгалликни талаб этади. Портфель инвестициялар чет эл қимматли қоғозлари (қарз мажбурияти ва улуш муносабатини ифодаловчи қимматли қоғозлар ва ҳ.к.)га қўйилган капитал, у инвесторга капитал жойлаштирилган объект устидан реал назорат олиб бориш ҳуқуқини бермайди. Одатда, амалиётда бундай инвестициялар яқка акция ёки уларнинг кичик пакети, облигация, вексел ва бошқа қарз мажбуриятини ифодаловчи қимматли қоғозлар, баъзан портфель инвестициялардан алоҳида шакл касб этувчи молиявий ҳосиллавий қимматли қоғозлар кўринишида бўлиши мумкин. Ўрта ва узоқ муддатли халқаро капитал қўйилмалар деб 1 йилдан кўп муддатга, қисқа муддатлилари эса 1 йилгача капитал қўйилмаларга айтилади. Халқаро табдиркорлик капиталини мамлакатлар миллий иқтисодиётига тўғридан-тўғри инвестициялар шаклида жалб этишнинг афзаллиги катта. Тўғридан-тўғри инвестициялар мамлакатда ЯИМни яратишда, аҳоли бандлигини оширишда, хорижий мамлакатлардан янги техника-технологияни жалб этишда, импорт маҳсулотлари ўрнини босадиган экспорт-боп маҳсулотларни ишлаб чиқаришнинг ошишида бевоқифа қатнашади. Тўғридан-тўғри инвестициялардан ўрта ва узоқ муддатли фойдаланиш яхши самара беради. Қисқа муддат ичида тўғридан-тўғри инвестициялар иқтисодий самарасининг кам бўлишига инвестицион фаолиятнинг мамлакатдаги бозор муҳитига мослашиш жараёнини, ишлаб чиқарилган маҳсулотнинг бозордан ўрин олиши, сотилиши, ижтимоий муҳит, аҳоли даромадлари ва бошқа омиллар таъсир кўрсатади. Портфель инвестициялар қисқа муддатли юқори фойда олишни мақсад қилади. Бунда энг самарали йўл мамлакат фонд бозорида инвесторнинг қимматли қоғозлар портфелини шакллантиришидир. Инвестор қимматли қоғозлар портфелини бошқариш, яъни портфелнинг фойдасини максимал-

лаштириш ҳамда ушбу портфелнинг риск даражасини камайтириш орқали ўзига максимал фойдани таъминлайди. Халқаро капитал ҳаракатида ссуда капитали ҳам икки хил кўринишда: ўрта, узоқ муддатли ҳамда қисқа муддатли халқаро капитал қўйилмалар шаклида кўзга ташланади. Халқаро капитал ҳаракатида ссуда капиталини қисқа муддатли ташкиллаштириш афзал. Ссуда капитали шартлари ўзгарувчанликка мойиллиги камлиги учун мамлакатда иқтисодий муҳит ўзгара бошласа, ушбу капиталнинг иқтисодий риск даражаси ошиши, уни қисқа муддатда ташкиллаштиришни афзал қилиб қўрсатади.

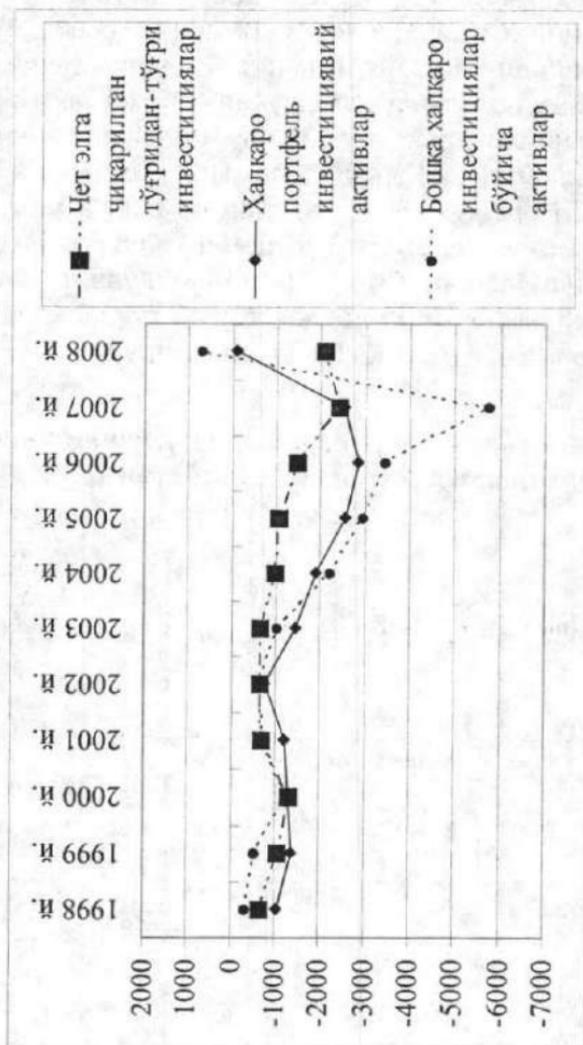
Мамлакатлар тўлов балансларига асосланган халқаро капитал ҳаракати статистикасининг иккита камчилиги мавжуд, биринчидан, қисқа муддатли капитал ҳаракатининг кўп кўринишлари статистикада фақат қолдиқ (сальдо) кўринишида акс этади. Бу халқаро капитал ҳаракатининг умумий ҳажмида қисқа муддатли капитал ҳаракати аҳамиятини (қийматини) камайтиради.

Иккинчидан, маълум вақт давомида капиталнинг олиб чиқилиши ва олиб кирилиши ўртасида номутаносиблик, асосийси, катта ҳажмдаги капиталнинг ноқонуний шаклда чиқарилиши, натижада жаҳондаги якуний маълумотларда капитални олиб киришга нисбатан олиб чиқишнинг камлиги миллий тўлов балансларида статистик хатоларни юзага келтиради, бу эса статистикада жаҳонга капитални чиқариш ва мамлакатларга олиб кириш маълумотлари ўртасида йирик тафовутларни юзага келтиради.

Охириги ўн йилликда халқаро капитал ҳаракати таркибида жиддий ўзгариш юз берди. Тўғридан-тўғри инвестициялар миқдори ўсди, ундан-да жадалроқ суръатда портфель инвестициялар миқдори ўсди. Капитални ссуда шаклида чиқариш миқдори 2004 йилдан портфель инвестициялар ҳажмидан ортиб кетди. 2008 йилиа содир бўлган инқирознинг салбий таъсиридан кўпроқ халқаро ссуда капиталлар (бошқа инвестициялар) азият чекди (2.5-расмга қаранг).

Жаҳонда тўғридан-тўғри ва портфель инвестициялардан кўра ссуда капитали миқдорининг кўпайишига асо-

2.5-расм. Жаҳон тўлов балансида халқаро инвестициялар ҳаракати  
(млрд АҚШ доллари)<sup>66</sup>



<sup>66</sup> [http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/ma%u0434%u0443%u043c%u043e%u043c%u043e%u0430%u043b%u043b%u0438%u0444%u043b%u0430%u0440%u0430%u0442%u043e%u043c%u043e%u043d%u0438%u0434%u0430%u043d%u0442%u0430%u0439%u0435%u0440%u043b%u0430%u043d%u0434%u0438](http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/ma%u0434%u0443%u043c%u043e%u0442%u043b%u0430%u0440%u0438%u0430%u0441%u043e%u0441%u0438%u0434%u0430%u043c%u0443%u0430%u043b%u043b%u0438%u0444%u043b%u0430%u0440%u0430%u0442%u043e%u043c%u043e%u043d%u0438%u0434%u0430%u043d%u0442%u0430%u0439%u0435%u0440%u043b%u0430%u043d%u0434%u0438)

ланди.

сий сабаб халқаро молия бозорида арзон кредитларга асосланувчи трансмиллий жараёнларнинг бўлишидир.

Жаҳонда халқаро капитал ҳаракати географияси кўрса-тадики, жаҳон капитал экспортида 2006 – 2010 йиллар даврий оралиғида Хитой, Япония, Германия, Россия, Норвегия, Нидерландия, Қувайт, Швеция, Канада, Швейцария, Сингапур, Жазоир, Венесуэла, Саудия Арабистони, Бирлашган Араб Амирликлари, Хитойнинг Тайван провинцияси, Нигерия, Малайзия ва Корея давлатлари етакчилик қилмоқда. Россия, Норвегия, Нидерландия ва бошқа мамлакатларнинг капитал экспортидаги улуши камайиб борган бўлса, унинг ўрнини Япония, Хитой, Германия, Қувайт, Швециянинг капитал экспорти ўсиши ҳисобидан тўлдириллаётганини аниқлашимиз мумкин (2.1-жадвалга қаранг).

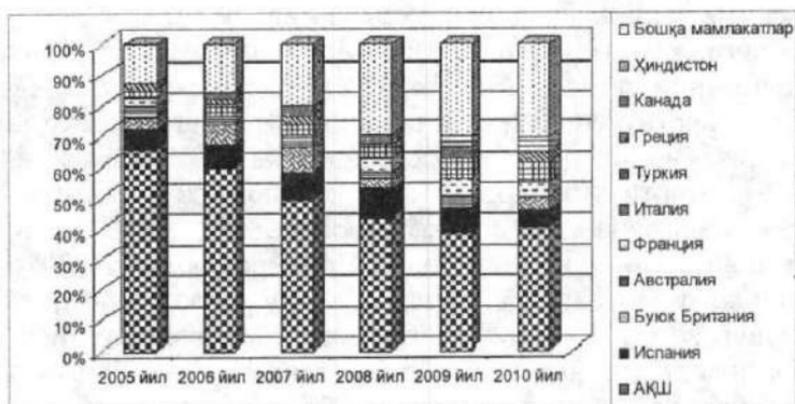
2.1-жадвал

**Жаҳон капитал экспортида йирик улушни ташкил этган мамлакатлар (жамига нисбатан фоизда)<sup>67</sup>**

Мамлакатлар	2006	2007	2008	2009	2010	2010 йилда 2006 йилга нисбатан ўзгариш
<i>Капитал экспорти (%да)</i>						
1	2	3	4	5	6	7=6-2
Япония	11,8	12,1	8,6	11,5	13,3	1,5
Хитой	17,3	21,3	23,4	24,2	20,9	3,6
Германия	10,1	14,5	12,9	13,3	12,0	1,9
Россия	6,6	4,4	5,6	4,0	4,9	-1,7
Норвегия	3,8	3,4	4,8	4,0	3,6	-0,2
Нидерландия	4,0	3,0	3,6	3,5	3,8	-0,2
Қувайт	2,9	2,8	3,9	2,3	2,9	0,0
Швеция	1,9	2,2	2,1	2,4	2,0	0,1
Бошқа мамлакатлар	41,6	36,3	35,1	34,8	36,6	-5,0

<sup>67</sup> Изоҳ: Капитал экспорти бўлимида 2006 – 2010 йиллар

Жаҳон капитал импортида 2005 – 2010 йиллар даврий оралиғида АҚШ, Испания, Буюк Британия, Австралия, Франция, Италия, Туркия, Греция, Канада, Ҳиндистон етакчилик қилмоқда. АҚШ жаҳон капитал импортидаги салмоғи бўйича биринчи ўринни эгаллаб келаётган эсада, 2005 – 2009 йиллар даврий оралиғида бу кўрсаткич пасайиш тенденциясига эга бўлган, аммо 2010 йили унинг салмоғи ошган. Буюк Британия, Франция, Италия, Туркия, Ҳиндистоннинг жаҳон капитал импортидаги улуши ортмоқда (2.6-расмга қаранг).



**2.6-расм. Жаҳон капитал импортида йирик улушни ташкил этган мамлакатлар (жамига нисбатан фоизда)<sup>68</sup>**

оралиғида 2006 – 2007 йиллар учун 1,9%дан, 2008 йили 2,1%дан, 2009 йилда 2,3%дан, 2010 йили 1,9%дан кичик улушни ташкил этмаган доимий барқарор турган мамлакатлар жамланган. Манба: Global Financial Stability Reports: September 2006, October 2007, October 2008, October 2009, October 2010, April 2011 маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган. Мамлакатлар жорий ҳисобидаги актив қолдиқ жадвалнинг капитал экспорти бўлимида (бунда молиявий ва капитал ҳисобида хато ҳамда ўтказиб юборишлар кўшиб ҳисобланган).

<sup>68</sup> Изох: Жаҳон капитал импортида 2005 – 2010 йиллар

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида халқаро капитал ҳаракатига таъсир кўрсатувчи асосий омиллардан бири мамлакат пул бозоридаги мувозанатдир, унинг ўзгариши тўлов балансида яққол кўзга ташланади. Мамлакатимиз мустақилликка эришгандан сўнг очиқ иқтисодий сиёсатда асосий устувор йўналиш импорт товарлари ўрнини босадиган экспорт маҳсулотларини ишлаб чиқаришни кўпайтириш, мамлакат ташқи савдо балансида ижобий қолдиққа эришишни таъминлаш, хорижий инвестицияларни иқтисодиётга кенг жалб этиш, мамлакат хорижий валюта захиралари ҳамда миллий валюта барқарорлигини таъминлаш ҳисобланади, ушбу соҳада турли даражадаги иқтисодий ислохотлар олиб борилмоқда. Бу эса мамлакатнинг бозор иқтисодиётига ўтиш шароитида молиявий-иқтисодий барқарор ривожланиб боришига замин яратяпти. Халқаро валюта жамғармаси экспертларининг фикрича, давлатнинг иқтисодиётга ҳаддан ташқари аралашувини камайтиришга тайёргарлик кўриш 2010 йили ва ундан кейинги йиллардаги устувор вазифа бўлиб қолиши зарур. Давом этаётган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозини ва унинг мамлакатимиз иқтисодиётига таъсирини эътиборга олган ҳолда банк-молия тизимининг барқарорлигини таъминлаш устувор вазифа.<sup>69</sup>

---

оралиғида 2005 йил учун 1,9%дан, 2006 йил учун 2,2%дан, 2007 йил учун 2,5%дан, 2008 йили 2,9%дан 2009 йили 3,7%дан, 2010 йил учун 4,1%дан кичик улушни ташкил этмаган доимий барқарор турган мамлакатлар жамланган. Манба: Global Financial Stability Reports: September 2006, October 2007, October 2008, October 2009, October 2010, April 2011 маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган. Мамлакатлар жорий ҳисобидаги пассив қолдиқ ёки дефицит капитал импорти сифатида акс эттирилган (бунда молиявий ва капитал ҳисобида хато ҳамда ўтказиб юборишлар қўшиб ҳисобланган).

<sup>69</sup>Президент Ислам Каримовнинг 2009 йилнинг асосий яқунлари ва 2010 йилда Ўзбекистонни ижтимоий-иқтисодий ривож-

Пул бозоридаги мувозанат пул таклифи ва пулга бўлган талаб орқали тенглиги нисбатидан келиб чиқади, яъни  $M_s = M_d$  буни кенгроқ ёйсақ,  $a(BR+C)=f(Y,P,i,W, E(p))$ га тенглигини олишимиз мумкин. Бу ерда  $M_s$  – пул таклифи,  $M_d$  – пулга бўлган талаб,  $a$  – пул мултипликатори,  $BR$  – банк захираси,  $C$  – нобанк ташкилотлардаги валюталар,  $Y$  – реал ЯИМ даражаси,  $P$  – нарх даражаси,  $i$  – фоиз ставкаси,  $W$  – реал иқтисодий фаровонлик даражаси,  $E(p)$  – нарх ўзгариш даражасининг кутилаётган фоизи. Пулга бўлган талаб билан энг кучли боғланиш  $Y$  ва  $P$  орқали экани боис  $M_d = Y \cdot k$  кўринишида ёзсақ, бу ердаги  $k = i, W, E(p)$ ларни изоҳлайди.

Экспансион пул сиёсати орқали пул таклифининг кўпайиши аҳолининг харид қобилияти ошади. Иқтисодиётда доимий равишда мавжуд бўладиган ишсизлик даражасини ҳисобга олсак, уларга нисбатан иш ҳақи даражаси ўзгармай қолади, натижада реал ЯИМнинг ўсиши юзага келади. Товарлар ва хизматлар нархининг ошиши импортнинг физик ҳажмини кўпайтиради, яъни чет эл товарларига нисбатан ички бозордаги товарлар нархининг юқорилиги импорт ҳажмини оширади. Кредит воситаларига нисбатан фоиз ставкасининг пасайиши ички бозорда кредитлар кўпайишига олиб келса, унинг кўтарилиши чет эл мамлакатларидан ички бозорга хорижий кредитлар оқиб келишини рағбатлантиради. Қимматли қоғозлар ва инвестицияларга нисбатан фоиз ставкаларининг кўтарилиши ички бозорга хориждан валюта кириб келишини рағбатлантирса-да, уларнинг даромадлилик даражаси пасайиши бу жараёнга акс таъсир кўрсатади. Кутилаётган инфляция даражаси  $E(p)$  ҳукуматнинг экспансион пул сиёсати натижасида пулга бўлган талабни қисқартиради. Пулга бўлган талабнинг қисқариши пулнинг ортиқча так-

---

лантиришнинг энг муҳим устувор йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамаси мажлисидаги маърузаси // Халқ сўзи. 2010 йил 30 январь.

лифи шаклланишига олиб келади. Бу ҳам импорт ҳажмининг ошишига сабаб бўлади. Юқоридаги мулоҳазалардан хулоса чиқаришимиз мумкинки, пул таклифининг кўпайиши тўлов баланси қолдиғинининг салбий бўлишига туртки беради. Экспансион пул сиёсати орқали пул таклифининг кўпайиши натижасида юзага келган тўлов баланси дефицитидан қутулиш учун давлатнинг турли иқтисодий, сиёсий чора-тадбирлари талаб этилмайди.  $Y$ ,  $P$ ,  $W$  нинг ошиши ва  $i$  нинг пасайиши пулга бўлган талабни оширади, бу эса ортиқча пул таклифи қисқаришига олиб келади. Пул бозори механизмнинг ишлаши ортиқча пул таклифидан ўз-ўзидан халос этади. Ортиқча пул таклифи бартараф этилса, тўлов баланси яна ўз мувозанат ҳолатига қайтади. Ўзгарувчан нархлар, иш ҳақи ва тўлиқ бандлик шароитида  $k$  (бунда  $k = (i, W, E(p))$ ларни изоҳлайди)ни ўзгартирмай туриб пул чиқарувчи ҳокимият томонидан янги пулларнинг чиқарилиши нарх даражаси ( $P$ ) ўсишига олиб келади. Натижада инфляциянинг жорий ҳисобга таъсири нархларнинг дастлабки даражасига қайтунича ва ортиқча пул таклифи тўхтагунича тўлов балансида дефицит бўлишини кўрсатиб беради. Ушбу асосий модел пул таклифи, пулга бўлган талаб, нарх даражаси ва тўлов баланслари орасидаги алоқаларни ўзида намойён этади. Аммо пулга бўлган талабга таъсир кўрсатувчи бошқа омилларни ҳисобга олмайди.

Дэвид Хьюм ўзининг (*Political Discourses*, 1752) металл пуллар оқими ва нархлар мутаносиблиги механизмни ривожлантириш орқали меркантилизм назариясига биринчилар қатори ўзгартишлар олиб кирган иқтисодчи олимлардан. У мамлакатнинг халқаро рақобатбардошлигини таъминламасдан ҳам мамлакатга металл пуллар оқими кўпайтирса бўлишини таъкидлаган. Бунга пул таклифини кўпайтириш орқали эришиш мумкинлигини айтган. Пул таклифининг кўпайиши маҳсулотлар нархи ва иш ҳақи ошишига олиб келади, бу импортга нисбатан экспорти кўп мамлакатларнинг халқаро рақобатбардошлигини камайтиради. Дэвид Хьюм кўсатмасига биноан, пул таклифи-

нинг ўзгариши маҳсулот нархига таъсир кўрсатади, унинг ҳажмига ва аҳолининг иш билан бандлигигамас. Металл пулларнинг мамлакатдан чиқиб кетиши ёки экспортга нисбатан импорти кўп бўлиши пул таклифини, маҳсулотлар нархини ва иш ҳақини камайтиради ҳамда мамлакатнинг рақобатбардошлигини оширади. Пул таклифининг кўпайиши маҳсулотлар нархи ва иш ҳақи ошишига олиб келади, бу импортга нисбатан экспорти кўп мамлакатларнинг халқаро рақобатбардошлигини камайтиради.

Фикримизча, мамлакат тўлов баланси ва пул бозори ўзаро боғлиқ равишда бир-бирининг мувозанатини таъминлаши иқтисодиётга инқироз шароитида давлатнинг аралашувини камайтиришга замин яратади. Тўлов баланси ва пул бозори ўртасидаги мазкур боғлиқлик молиявий инқироздан кейинги истиқболда мамлакат иқтисодий ўсишини жадаллаштириш воситаси бўлиши мумкин.

Молиявий секторда чуқурлашиб, сўнгра иқтисодиётнинг реал секторига жиддий салбий таъсир қилган глобал молиявий инқироз мамлакатларнинг валюта сиёсатида ҳам мувофиқ ўзгаришларни амалга оширишни тақозо этди. Чунки валюта сиёсати иқтисодий сиёсатнинг муҳим таркибий қисми сифатида мамлакат экспорти рақобатбардошлигини ошириш, маҳаллий ишлаб чиқарувчиларни ҳимоялаш каби долзарб масалаларни ечишни таъминлайди. Айни пайтда, инқироз шароитида миллий валюта алмашув курсидаги беқарорликнинг ошишига жавобан мамлакат миллий валютасига нисбатан спекулятив тазйиқ хавфи ҳам мавжуд, уни бартараф этиш валютани тартибга солиш органлари зиммасига мураккаб вазифаларни юклайди.

Халқаро тажрибанинг кўрсатишича, ривожланаётган давлатлар миллий валюталари алмашув курсини мустаҳкамлаш ва ички молия бозоридаги молиявий активлар даромадлигининг бошқа давлатларникига нисбатан юқори бўлишини таъминлаш билан биргаликда капиталлар ҳаракати эркинлаштирилса, эҳтимолий молиявий инқироздан кўриладиган талафот шунчалик оғир бўлади

(1997 йили Осие давлатлари шундай ҳолатга тушиб қолганди).

Таъкидлаш жоизки, молиявий глобаллашув жараёнлари, капиталлар ҳисоб варағининг очиклиги, глобал инвесторлар, жумладан, хеджирлаш фондлари сонининг ўсиши валютавий-спекулятив ҳужумлар учун шарт-шароит вазифасини ўтайди. Ўз капиталига нисбатан юқори рискни зиммасига олган ҳолда валюта режимларининг «заиф томони»ни излайдиган хеджирлаш фондлари активлари ўсиш тенденциясига эга. 1993 йили хеджирлаш фондлари активлари 53 млрд АҚШ долларини ташкил этган, 2003 йилга келиб қарийб 600 млрд АҚШ долларига етган.<sup>70</sup> Хеджирлаш фондлари ассоциацияси маълумотларига кўра, ҳозирги пайтда қарийб 10 мингга яқин хеджирлаш фондлари 2 трлн АҚШ доллари миқдоридаги активлар билан фаолият юритмоқда.<sup>71</sup> Hedge Fund Intelligence ташкилоти тадқиқотлари кўрсатишича, хеджирлаш фондлари активлари 2007 йилнинг июль ойида 2,5 трлн АҚШ долларига етган.

Глобал инвесторлар спот, форвард битимлари ва валюта опционлари, тузилмали молиявий маҳсулотлар бозорларидан фойдаланиб барқарор ва кучсиз валюталарда йирик миқдордаги қисқа позицияни эгаллаш имконига эга бўлмоқда. Тадқиқотлар натижалари валюта инқирозлари бўсағасида (масалан, 1997 йили Таиландда) глобал фондлар томонидан сезиларли даражада юқори қисқа позициялар эгалланганини тасдиқлайди.<sup>72</sup> Муайян валютага спекулятив ҳужумни амалга ошириш сезилар-

---

<sup>70</sup> Implications of the Growth of Hedge Funds. – Wash.: Staff Report to the US Securities and Exchange Commission, September 2003. – P.1

<sup>71</sup> Манба: Hedge Fund Association, [www.thehfa.org](http://www.thehfa.org)

<sup>72</sup> Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. The Role of Large Players in Currency Crises // National Bureau of Economic Research, Working Paper 8303, May 2001.

ли фоиз харажатлари билан боғлиқ бўлмаса, маълум портфель бошқарувчиси мамлакатга спекулятив ҳужумни фақатгина қуйидаги ҳолларда бошлайди: а) бошқа портфель бошқарувчилари ҳам мамлакатга спекулятив ҳужумни амалга оширишларига ишончи комил бўлса; б) маҳаллий валютанинг сезиларли даражада девальвацияга учрашига ишонса.

Спекулятив валюта ҳужумига мисол тариқасида курс тушишига ўйнаётган спекулянт томонидан бир ойдан юқори муддатга тузилган форвард шартномаси бўйича банк-резидентга йирик миқдордаги миллий валютани сотиш бўйича қисқа позициянинг ҳосил қилинишини келтириш мумкин. Чунки узун позиция (long position) валюта курсининг ўсиши кутилаётганда, қисқа позиция (short position) эса курснинг пасайиши кутилаётганда очилади. Халқаро амалиётнинг кўрсатишича, миллий валюта бўйича қисқа позициялар мамлакат ялпи ички маҳсулотининг 3 – 7 фоизигача етиши мумкин. Бунда қисқа позициянинг сезиларли қисми йирик хеджирлаш фондлари ва глобал молия муассасаларига тааллуқли бўлади.

Молиявий инқироз шароитида валюта сиёсатини юритишда халқаро молия бозорида валюта курсларини аниқлаш усулларига, «Фишер самараси (эффекти)»га алоҳида эътибор қаратиш мақсадга мувофиқ.

Юқоридаги ҳолатлар, бир томондан, молиявий глобаллашув шароитида мустақил валюта сиёсатини самарали амалга ошириш нақадар мураккаблашганини кўрсатса, иккинчи томондан, капиталлар ҳаракатини эркинлаштиришга нисбатан жуда эҳтиёткорлик ва тайёргарлик талаб қилинишини яна бир карра тасдиқлайди.

Фикримизча, инқироз шароитида халқаро капитал ҳаракати замонавий ҳолати билан боғлиқ қуйидаги тенденциялар кузатилямоқда:

1. Жаҳондаги капитал экспорти ва импортида ривожланган мамлакатлар етакчилик қиляпти. Бу эса 2008 йили бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозидан ушбу

мамлакатларнинг катта молиявий талафот кўришига сабаб бўлди.

2. Халқаро тадбиркорлик капитали ҳаракати таркибида портфель инвестициялар томонга силжиш тенденцияси мавжуд. 2005 йили портфель инвестицияларнинг 1990 йилга нисбатан жами капитал ҳаракатидаги салмоғи қарийб икки мартага ортган. Халқаро портфель инвестициялар ҳажмининг ортиб бориши бугунги кун жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг келиб чиқишига асосий сабаблардан бўлмиш «молиявий кўпиклар» юзага келишига замин яратган.

3. Халқаро кредитлар ва депозитларнинг жаҳон инвестициялари таркибидаги улуши жаҳон молиявий инқирозидан кейинги даврда камайиб бормоқда. Бу жаҳондаги қарздорлик инқирозлари оқибатида инвестицион маблағларини қарз маблағларидан кўра тўғридан-тўғри ва портфель инвестицияларга йўналтирилишига асосий сабаб бўлди.

4. Жаҳон капитал экспортидаги Хитойнинг улуши ўсиш тенденциясига, капитал импортида АҚШнинг улуши камайиш тенденциясига эга. Яъни 2006 – 2009 йиллар даврий оралиғида жаҳон капитал экспортидаги Хитойнинг улуши 6,9 ф.п.га ошган, капитал импортида АҚШнинг улуши 21,4 ф.п.га камайган. Шунга қарамай, жаҳон капитал импортида АҚШнинг улуши ҳали-ҳамон сақланиб қолмоқда.

5. Чет эл инвестициялари тармоқ тузилмасида ўзгаришлар кузатилмоқда. Саноати ривожланган мамлакатларда уларни жойлаштиришнинг асосий соҳаси банк-молия сектори, хизматлар соҳаси (бунинг ичида ахборот телекоммуникация соҳаси етакчи), фармацевтика, биотехнология, электрон саноат, илмий ва технологик машиналар ишлаб чиқариш бўлса, ривожланаётган мамлакатларда аввалгидек тўғридан-тўғри чет эл инвестициялари нефть-газ қазиб чиқаришга, машинасозликнинг алоҳида секторларига, агросаноат мажмуига жалб этилмоқда.

6. Тадбиркорлик капитали миграциясида саноати ри-

вожланган мамлакатлар орасида «Учлик» (АҚШ, Фарбий Европа, Япония) мамлакатлари асосий салмоққа эга. 2005 йил охирида капитал оқими ушбу гуруҳ мамлакатлари ичида тахминан 1 – 1,2 трлн долларни ташкил этган, 2015 йили эса 2,8 – 3,7 трлн долларни ташкил этиши кўзда тутилган<sup>73</sup>;

7. Жаҳон чет эл инвестициялари бозорида асосий субъект сифатида ТМКларнинг роли ошмоқда.

Хулоса ўрнида таъкидлаш мумкинки, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозигача бўлган даврда халқаро тадбиркорлик капитали ва портфель инвестициялар жадал ривожланган. Жаҳон капитал импортида етакчи мамлакат АҚШлиги боис унинг молия тизимидаги инқироз жаҳон бўйлаб кенг тарқалган. Глобал молиявий-иқтисодий ўзгаришлар шароитида халқаро капитал ҳаракатининг асосий шакллари, тамойиллари ва шартларини мамлакат молия бозорини ривожлантириш ва барқарорлаштириш учун яратилган концепцияда акс эттириш инқирозларнинг салбий таъсирини камайтирувчи омиллардан бирига айланади. Мамлакат тўлов баланси ва пул бозори ўзаро боғлиқ равишда бир-бирининг мувозанатини таъминлаши иқтисодиётга инқироз шароитида давлатнинг аралашувини камайтиришга замин яратиб, инқироздан кейинги истиқболда мамлакат иқтисодий ўсишини жадаллаштиришга хизмат қилиши мумкин.

---

<sup>73</sup> Мировая экономика и международные экономические отношения: Учебник / Под. ред. проф. А.С.Булатова, проф. Н.Н.Ливенцева. – М.: Магистр, 2008. – С.490.

## **2.2. Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари тараққиёти ва уларнинг халқаро бозорга интеграциялашув ҳолати**

Қимматли қоғозлар бозори иқтисодийда бўш турган маблағларни ишлаб чиқаришга жалб этишнинг бир воситаси сифатида ўз сармояларини иқтисодийнинг ривожланишига сафарбар этган инвесторларнинг фойда олишини таъминловчи, маблағларни бир жойга аккумуляция қилишни ва уларнинг иқтисодий тармоқлари ўртасида трансформациясини таъминловчи, иқтисодийда юз бераётган ўзгаришларни ўзининг индексларида намоён этувчи, яъни иқтисодий барометри сифатида кўзга ташланади.

Бир мамлакат молия бозоридаги салбий ва ижобий ўзгаришларнинг бошқа бир мамлакат молия бозорига таъсири молия бозорининг глобаллашув даражасига боғлиқ, бу жараён миллий фонд бозорининг халқаро фонд бозорига интеграциясини таъминловчи воситалар орқали амалга оширилади ва уларнинг нечоғлиқ ривожланганини ўзида намоён этади. Миллий фонд бозорининг халқаро фонд бозорига интеграциясини таъминловчи воситалар халқаро қимматли қоғозлар ҳисобланади. Халқаро қимматли қоғозлар эркин конвертация қилинадиган валюталарда номинал нархи ўрнатиладиган, халқаро фонд бозори қоидалари асосида халқаро андеррайтерлар орқали ушбу бозорга жойлаштириладиган қимматли қоғозлардир. Агар қимматли қоғозлар эмитент мамлакат чегарасидан ташқарида жойлаштирилса, миллий валютадан фарқли чет эл валютасида сотилса, чет эллик инвесторлар томонидан эгалик қилинса, халқаро қимматли қоғозларга айланади. Агар халқаро қимматли қоғозлар бир мамлакат ичидаги иккиламчи қимматли қоғозлар бозорида турли инвесторлар орасида муомалада юрса, бир вақтнинг ўзида улар мамлакат ичидаги капитални қайта тақсимлаш воситасига айланиши мумкин, халқаро қимматли қоғозларни бирламчи жойлаштириш мамлакатлар ўртасидаги капитални қайта тақсимлаш хусусиятига ҳам эга.

Чет эл облигациялари ва еврооблигациялар кўринишида қарз қимматли қоғозлари халқаро қимматли қоғозларнинг асосий шаклларида биридир. Уларнинг глобал акциялар кўринишидаги халқаро акциялар ва Америка депозитар тилхатлари (акциялари) каби шакллари ҳам мавжуд (2.7-расмга қаранг).



2.7-расм. Халқаро қимматли қоғозларнинг асосий шакллари<sup>74</sup>

Еврооблигациялар халқаро андеррайтер орқали бир мамлакат эмитенти томонидан чиқарилган, дастлабки давлат рўйхатидан ўтказилмаган, бир вақтнинг ўзида бир қанча мамлакатларга жойлаштириладиган облигациялар ҳисобланади. Еврооблигацияларнинг номинал қиймати эркин конвертация қилинадиган валюталарда ифодаланади. Еврооблигациялар жойлаштирилаётганда жаҳон-

<sup>74</sup> Тадқиқот натижаларига асосланиб муаллифлар томонидан шакллантирилган.

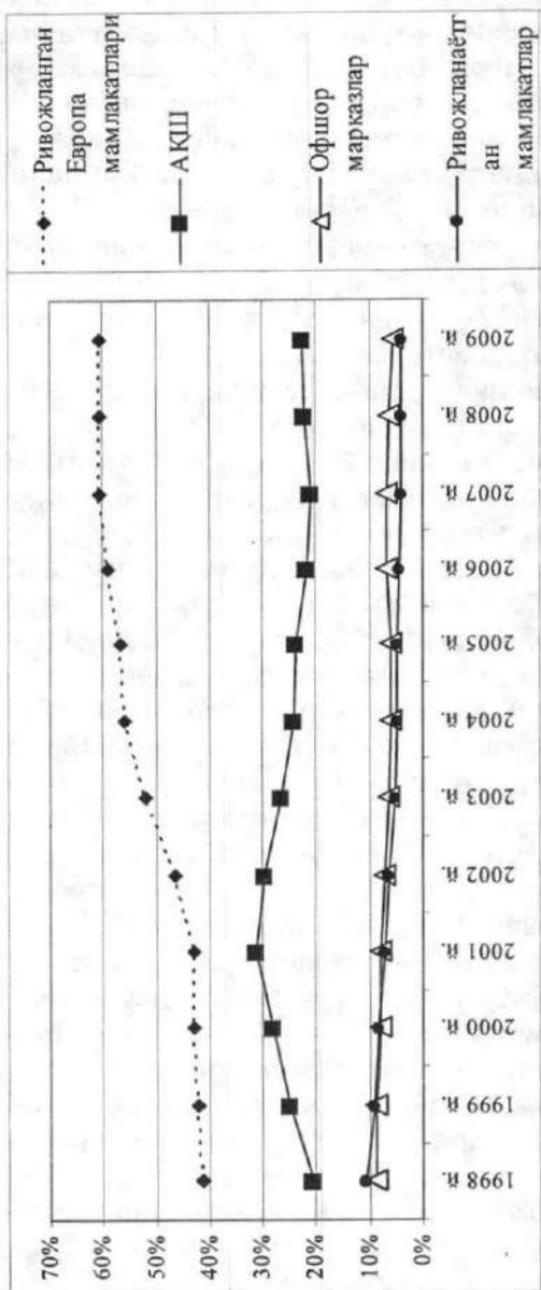
нинг ҳеч бир мамлакатиди рўйхатга олинмайди. Еврооблигациялар халқаро қарз қимматли қоғозларнинг асосини ташкил этади. Бунга сабаб халқаро қарз қимматли қоғозларининг эмитентлари, инвесторлари ва муомаласининг асоси Европа ҳудудида жойлашиши ҳамда уларнинг асосий қисми евро валютасида чиқарилиши ҳисобланади (2.8-расмга қаранг). Дастлабки еврооблигациялар Европа ҳудудида шаклланган.

Номинал қиймати облигация жойлаштириладиган мамлакатнинг миллий пул бирлигида бўлган, яъни облигация эмитенти учун хорижий валютадаги облигациялар чет эл облигациялари саналади. Чет эл облигациялари маълум бир мамлакатга ушбу давлат қонун-қоидалари асосида жойлаштирилади. Чет эл облигацияларидан фойдаланиш амалиётга 500 йилдан бери мавжуд, еврооблигациялар юзага келганига атиги 30 йил бўлди. Еврооблигациялар ва чет эл облигациялари ўртасидаги ўхшашлик уларнинг мамлакатлар ўртасида капитални қайта тақсимлаш воситаси ҳисобланишида, уларнинг эмитент мамлакатлар миллий валютасидан фарқли бошқа валютада эмиссия қилинишида кўзга ташланади. Бу облигациялар ўртасидаги фарқ эса қуйидагилардан иборат:

Биринчидан, еврооблигациялар эркин конвертацияланадиган валютада, чет эл облигацияси эса унинг эмитенти учун ихтиёрий хорижий валютада эмиссия қилинади, яъни бундай валюталар эркин конвертацияланадиган валюта бўлмаслиги ҳам мумкин.

Иккинчидан, чет эл облигациялари жойлаштириладиган мамлакатда рўйхатга олинади, унинг номинал қиймати жойлаштириладиган мамлакат учун миллий валютада бўлади, у фақат жойлаштириладиган мамлакат фонд бозорида муомалада юради. Еврооблигациялар эса маълум бир мамлакатга рўйхатга олинмасдан жойлаштирилади, бир вақтнинг ўзида бир неча мамлакатлар фонд бозорларида муомалада бўлиши мумкин, облигация номинали кўрсатилган миллий ёки халқаро валютанинг хусусияти эмитентининг миллий хусусиятлари мос

2.8-расм. Халқаро қарз қимматли қўғозларнинг географик таркиби (жамига нисбатан фоизда)



Манба: [www.bis.org](http://www.bis.org) – Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида тузилган.

келмаслиги лозим. Еврооблигацияларни дастлабки жойлаштириш тўғридан-тўғри эмитент жойлашган мамлакатнинг миллий фонд бозорларидамас, балки хорижий мамлакатлар миллий фонд бозорларида амалга оширилади, улар орқали эмитент жойлашган мамлакат миллий фонд бозорларига келиб тушиши ва муомаласи йўлга қўйилиши мумкин (2.9-расмга қаранг).

Миллий фонд бозори воситаси бўлган оддий облигациялар билан халқаро фонд бозорининг махсус воситаси бўлган еврооблигациялар ўртасидаги асосий фарқлар қуйидагиларда кўзга ташланади:

– халқаро андеррайтер консорциумлари ёки инвестицион банкларни ўз ичига олувчи оддий синдикатлар томонидан бир вақтнинг ўзида бир неча мамлакатларда еврооблигациялар эмиссияси амалга оширилади;

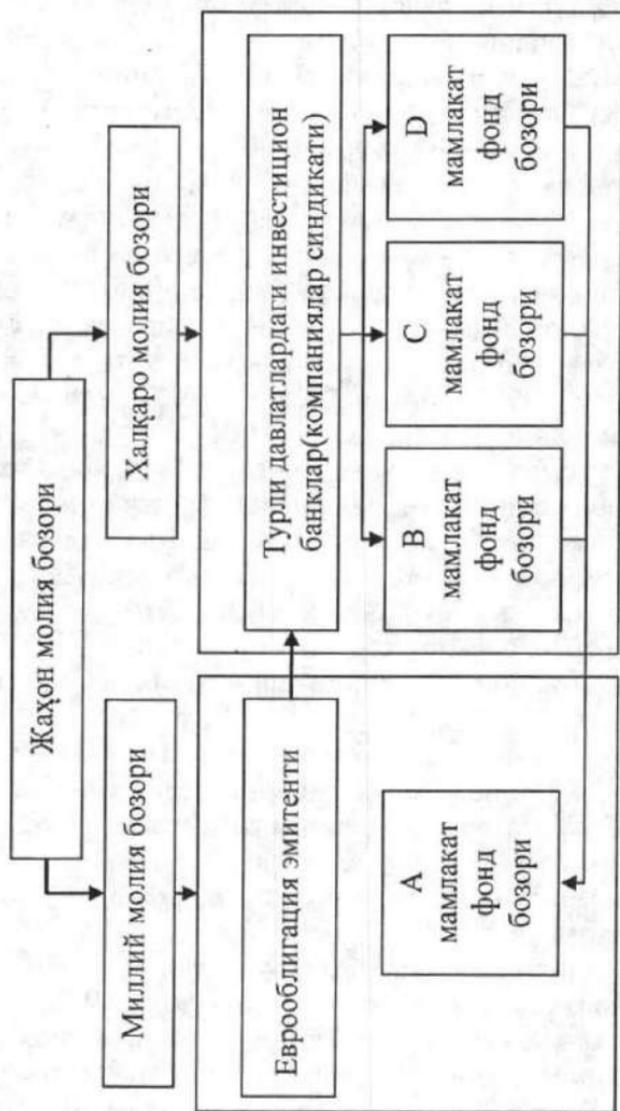
– синдикат томонидан кўрсатилган ҳудудларда жойлаштирилган еврооблигациялар эмиссияси ҳеч бир мамлакатдан рўйхатдан ўтмайди;

– еврооблигациялар бир вақтнинг ўзида бир неча мамлакатларга ёки турли мамлакатлар фонд бозорларига жойлаштирилади. Эмитент мамлакат инвесторлари бошқа мамлакатлар орқали ўз фонд бозорларига етиб келган еврооблигацияларга эгалик қилишади.

Халқаро қарз қимматли қоғозлар халқаро фонд бозорида капитални жалб этишнинг ва операцияларнинг асосини ташкил этади. Уларнинг таркибида халқаро облигациялар ва ноталарни, турли компаниялар (корпоратив), молиявий институтлар ва давлатларнинг халқаро қарз қимматли қоғозларини алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин. Охириги ўн йилликда уларнинг ҳажми олти баробардан кўпроққа ошди, чунончи, халқаро қарз қимматли қоғозлари 1998 йилдаги 4,4 трлн АҚШ доллардан 2009 йилга келиб 27 трлн АҚШ долларига етган, ҳозирда уларнинг ҳажми ўсиши давом этмоқда (2.10-расмга ва 2-иловага қаранг).

Глобал акция трансмиллий компанияларнинг оддий акциясидир, бир вақтнинг ўзида бир қанча мамлакатлар фонд бозорларида муомалада юради.

2.9-расм. Халқаро фонд бозорида еврооблигацияларнинг шаклланиш механизми<sup>75</sup>



<sup>75</sup> Тадқиқот натижаларига асосланиб муаллифлар томонидан шакллантирилган.

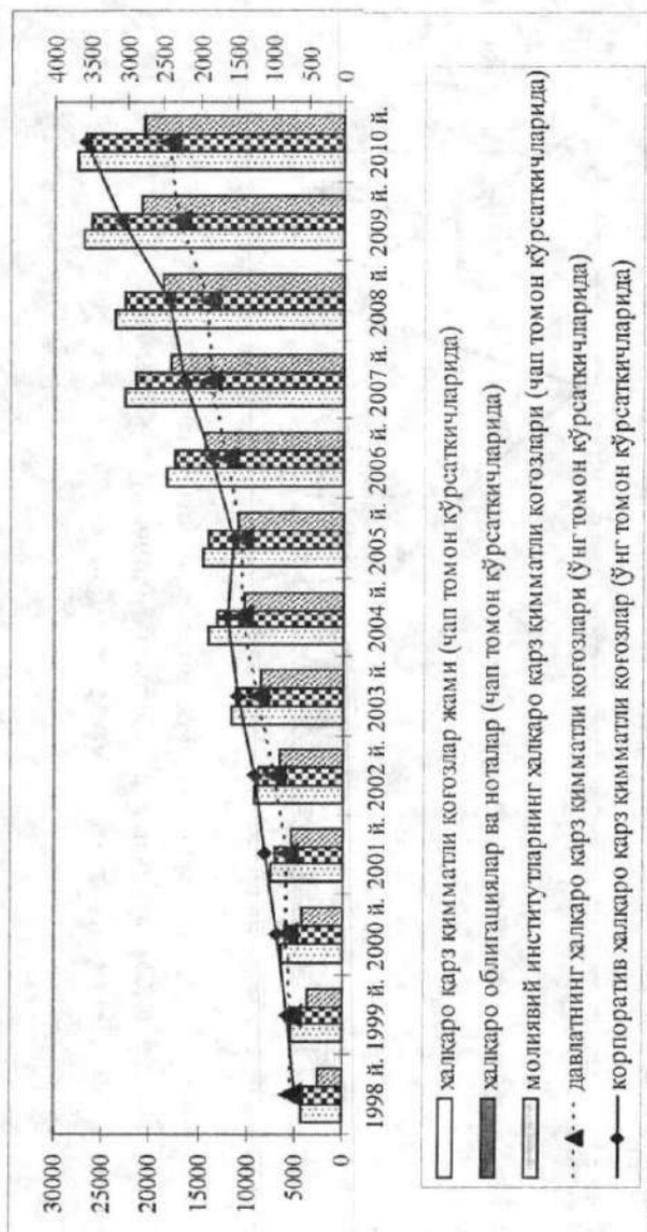
Америка депозитар акцияси номинал қиймати АҚШ доллариди ифодаланган, хорижий компания жойлашган мамлакатда депонентланган унинг маълум бир миқдордаги қимматли қоғозларига нисбатан мулк ҳуқуқи улушини тасдиқловчи АҚШ қимматли қоғози ҳисобланади. Америка депозитар акцияси бевосита фонд бозорида муомалада юрмайди, унинг ўрнига муомалага Америка депозитар тилхатлари чиқарилади.

Ҳозирда халқаро акцияларни чиқаришда ривожланган мамлакатлар етакчи. 2008 йилдаги молиявий инқирознинг ривожланган мамлакатлар халқаро акцияларига таъсири сезиларсиз, асосан ривожланаётган мамлакатлар халқаро акцияларига кучли таъсир қилган. Охириги ўн йилликда уларнинг ҳажми қарийб олти баробарга ошди, яъни 1998 йилдаги 28 млрд АҚШ долларидан 2007 йилга келиб 164,5 млрд АҚШ долларига етган. 2008 йили бошланган инқироз натижасида уларнинг ҳажми ривожланаётган мамлакатлар туфайли 38 фоизга қисқарган ва 102,1 млрд АҚШ долларини ташкил этган. Ҳозирда яна ўсиш тенденциясига эга (2.11-расмга ва 2-иловага қаранг). Бу ривожланаётган мамлакатлардаги халқаро акциялар бозори ҳажмига жорий инқирознинг таъсири сезиларли даражада юқорилигидан далолат.

Америка депозитар тилхатлари маълум бир миқдордаги Америка депозитар акцияларига эгалликни тасдиқловчи сертификатдир. Депозитар тилхатларнинг халқаро қимматли қоғозлар сифатида шаклланиши ва муомалада бўлиш механизми муайян босқичларни тақозо этади (2.2-жадвалга қаранг).

Депозитар тилхатлар махсус қонунчилик асосида муомалага чиқарилади ва бундай қонунчилик АҚШда мавжуд. Шунинг учун мазкур қимматли қоғозлар Америка депозитар тилхатлари (АДР) деб номланади. Депозитар тилхатлар хорижий компаниялар акцияларига (ёки облигацияларига) тўғридан-тўғри эгаллик қилиш ҳуқуқини бермайди.

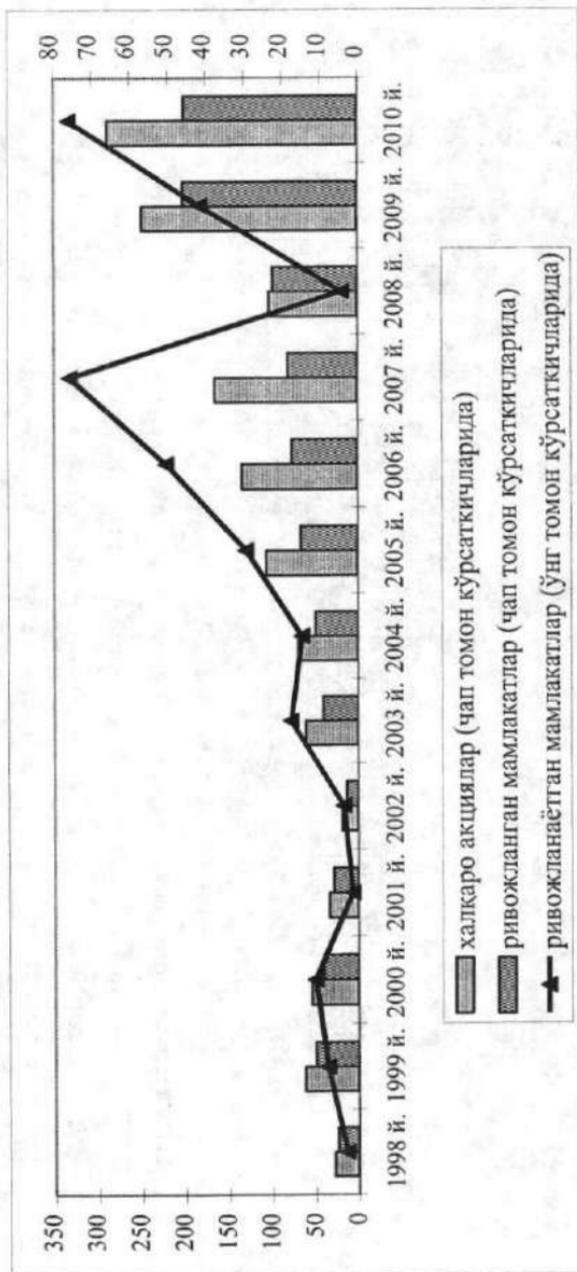
2.10-расм. Халқаро қарз қимматли қоғозлари ҳажмининг ўзгариши (млрд АҚШ доллари)<sup>76</sup>



<sup>76</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org) – Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида тузилган.

2.11-расм. Халқаро акциялар ҳажмининг ўзгариши

77

77 [www.bis.org](http://www.bis.org) – Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида тузилган.

Ҳозирда қарз муносабатини ифодаловчи депозитар тилхатлардан фойдаланиш жаҳонда кенг тарқалган, айниқса, Лотин Америкаси мамлакатларида улар кенг қўлланади. АДРларни эмиссия қилишнинг эмитентлар учун афзалликлари, биринчидан, улар фаолиятига қўшимча капитални жалб этса, иккинчидан, компаниянинг мавқеини кўтаришдан иборат.

АДРларнинг инвесторлар учун афзалликлари қуйидагилардан иборат:

- миллий компаниялар акцияларига қараганда юқори даромадли акцияларни сотиб олиш имкониятининг яратилиши;

- тўғридан-тўғри хорижий компаниялар акцияларини сотиб олишга қараганда рисклилик даражасининг камлиги;

- хорижий фонд бозорлари тўғрисида етарлича билим ва кўникмалар бўлмаган шароитда бошқа мамлакат фонд бозорига чиқиш имкониятининг яратилиши;

- миллий валютада олинган даромадларни валюта rischi билан боғлиқ конвертация қилиш заруратининг йўқлиги.

Халқаро фонд бозорида эллиқдан ортиқ мамлакатларнинг мингдан ортиқ эмитентлари муомалада. Ҳозирги вақтда фақат АҚШ фонд бозорида савдо қилинадиган депозитар тилхатларнинг умумий қиймати 100 млрд АҚШ долларидан ортиқ. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозигача бўлган даврда АДРларни чиқариш ва депозитар хизматлар кўрсатиш соҳасида етакчилар Америка банклари ҳисобланган. Масалан, ушбу бозорда Bank of New-York 47%ни, Morgan Guaranty 28%ни, Citibank 24%ни, қолган банклар эмиссияси жуда кичик фоизни эгаллаган.<sup>78</sup>

---

<sup>78</sup> Международный финансовый рынок: Учеб. пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А.Слепова, д-ра экон. наук, проф. Е.А.Звоновой. – М.: Магистр, 2009. – 543 с.

## 2.2-жадвал

**Америка ва глобал депозитар тилхатларни муомалага киритиш босқичлари**<sup>79</sup>

Босқичлар	Босқичларинг моҳияти
Биринчи босқич	Эмитентнинг ўз мамлакати фонд бозорига акциялар чиқариши
Иккинчи босқич	Америка фонд бозорига халқаро даражадаги воситачи орқали эмитент акцияларини депонентлаш
Учинчи босқич	Депонентланган акцияларни халқаро даражадаги воситачи орқали АҚШдан рўйхатдан ўтказиш
Тўртинчи босқич	Халқаро даражадаги воситачи орқали депонентланган акцияларга нисбатан Америка депозитар акцияларини эмиссия қилиш. Бундай акциялар Америка фонд бозорларида мустақил муомалада бўлмайди
Бешинчи босқич	Маълум миқдордаги Америка депозитар акциялари ҳисобига Америка депозитар тилхатлари (АДР)ни чиқариш
Олтинчи босқич	АҚШ фонд бозорига АДРларни муомалага киритиш
Еттинчи босқич	Глобал депозитар тилхатлар (ГДР) сифатида АҚШдан рўйхатдан ўтказиш. Бундай қимматли қоғозлар АДР-1, АДР-4 ва таъминланмаган Америка депозитар тилхатларидан юзага келади. АҚШдан ташқари жаҳоннинг бошқа мамлакатлари фонд бозорларида муомалада юради

АДРлар чиқаришга жавоб берувчи банк қимматли қоғозлар билан операцияларнинг техник томонини таъминлайди, аммо акцияларнинг ишочилигини кафолатламайди, шунинг учун қимматли қоғозлардаги рисклар тўлиқ инвестор зиммасига тушади. АДРлар чиқарувчи эмитентлар акционерларнинг йиллик йиғилишларида ҳал қилинадиган компания капиталлашуви, аъзолик шартлари ва бошқа маълумотлар тўғрисида банк депозитарийга доимо ахборот беришади.

<sup>79</sup> Муаллифлар томонидан тузилган.

АДРларни чиқариш ташаббускорига қараб иккига: таъминланган ва таъминланмаган турларга бўлинади. Таъминланмаган АДРлар уларни эмиссия қилишдаги барча харажатларни қопловчи компаниянинг алоҳида акционерлари ташаббуси билан чиқарилади. Таъминланмаган АДРларнинг эмиссиясини рўйхатдан ўтказиш жараёни осон эса-да, уларнинг Америка уюшган бозорларида (фонд биржаларида ва НАСДАК (NASDAQ) электрон савдо тизимида) муомалада юриши мумкин эмас.

АДРлар чиқариш ҳуқуқига эга маълум бир Америка банки билан уларни чиқариш тўғрисида шартнома тузиш ҳуқуқи бор компания ташаббуси орқали таъминланган АДРлар чиқарилади. Бунда харажатларни шартномага кўра компаниянинг ўзи тўлайди. Таъминланган АДРлар акциялар турига қараб икки гуруҳга бўлинади, яъни аввал чиқарилган акциялар билан боғлиқ АДРлар (АДР-1 ва АДР-2), янги чиқариладиган акциялар билан боғлиқ АДРлар (АДР-3 АДР-4). Аввал чиқарилган ва янги чиқариладиган акциялар билан боғлиқ АДРларнинг ўзи иккига: алоҳида (АДР-1, АДР-4) ва оммавий жойлаштирилладиган (АДР-2, АДР-3) турларга бўлинади.

АДР-1 эмиссиясини рўйхатдан ўтказиш жараёни анча енгил. Бунда Америка бухгалтерия стандартларига мос бухгалтерия ҳисоботларини тайёрлаш талаб этилмайди. Натижада Америка фонд бозорларида компаниянинг молиявий ҳисоботи шаффофлиги камаяди. Шунинг учун АДР-1га Америка фонд бозорларида оммавий муомалада бўлувчи қимматли қоғоз мақоми берилмаган. Лекин улар глобал депозитар тилхатлар сифатида бошқа мамлакатлар фонд бозорларида ва биржаларида муомалада юриши мумкин.

АДР-2 компания ҳисоботларининг Америка бухтерия стандартларига тўла мос келишини талаб қилади, бу Америка фонд бозорларида компаниянинг молиявий ҳисоботлари тўлиқ шаффофлигини таъминлайди. Шунинг учун АДР-2 Америка уюшган фонд бозорлари билан бир қатор

да бошқа мамлакатлар фонд бозорларида муомалада юриши мумкин.

АДР-3 янги чиқариладиган акцияларни оммавий жойлаштиришни таъминласа, АДР-4 эса алоҳида-алоҳида жойлаштиради. АДР-3ни чиқариш тартиби АДР-2ни чиқариш тартибига, АДР-4ни чиқариш АДР-1ни чиқариш тартибига ўхшайди. Америка қонунчилигида АДР-4ни оддий қилиб АДР деб ҳам номлашади, уларни сотиб оливчилар қимматли қоғозларга 100 млн АҚШ доллари ва ундан кўпроқ маблағларини қўйган компаниялар, яъни малакали институционал инвесторлар бўлиши керак (бундай компаниялар АҚШда 4 мингдан ошади). Мазкур инвесторлар НАСДАК миллий электрон савдо тизимининг таркибий қисми ҳисобланган ПОРТАЛ электрон савдо тизими орқали ҳам АДР-4ларни ўзаро савдо қилишлари мумкин.

АДРларнинг оддий акциялар эмиссиясидан фарқли жиҳатлари қуйидагилардан иборат:

- депозитар тилхатлар эмиссияси оддий акциялар эмиссиясига қараганда икки босқичли жараёни муҳасамлайди, яъни дастлаб Америка депозитар акциялари чиқарилади, кейин Америка депозитар тилхатлари эмиссия қилинади;

- депозитар тилхатлар бир вақтнинг ўзида бир неча мамлакатлар фонд бозорларида муомалада юриши мумкин. Оддий акциялар эмитенти жойлашган мамлакат фонд бозорларида муомалада бўлади;

- депозитар тилхатлар эмиссияси оддий акциялар эмиссиясидан кейин амалга оширилади.

Фикримизча, халқаро фонд бозорининг махсус воситалари ривожланиши қуйидаги босқичларни босиб ўтади.

Биринчи босқичда ўзининг яралиш шаклига кўра миллий, лекин халқаро хусусият касб этувчи қимматли қоғозларнинг пайдо бўлиши. Бундай қимматли қоғозларга миллий акциялар ва облигациялар билан чиқарилган депозитар тилхатларни киритиш мумкин.

Иккинчи босқичда юридик жиҳатдан ўзининг миллий

кўринишига эга бўлмаган, лекин уларни чиқарган мамлакатга боғлиқ халқаро қимматли қоғозлар юзага келади. Бундай қимматли қоғозларга давлатларнинг еврооблигацияларини киритиш мумкин.

Учинчи босқичда ҳеч қандай мамлакатларга боғлиқмас, фақат халқаро компанияларга (трансмиллий компаниялар ва банкларга) боғлиқ халқаро қимматли қоғозлар пайдо бўлади. Мазкур қимматли қоғозларга корпоратив еврооблигациялар ва глобал акцияларни киритиш мумкин.

Ушбу қимматли қоғозлар халқаро фонд бозори воситаларининг яхлит тизимини ташкил этади.

Мамлакатлар фонд бозорлари тараққий этмаса, халқаро фонд бозори ҳам ривожланмайди. Шундай экан, халқаро фонд бозорининг барқарор тараққий этиши учун миллий фонд бозорлари ривожланиш хусусиятларини ўрганиш зарур. 2008 йили бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози миллий ва халқаро фонд бозорлари барқарорлигини ўрганиш долзарблигини кўрсатди.

Бозор иқтисодиётига ўтаётган МДХ давлатларининг фонд бозорлари жаҳон молиявий инқирози шароитида беқарор бўлгани кузатилди (2.3-жадвалга қаранг). Жадвал маълумотларидан кўринадики, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози фонд биржаларининг савдо ҳажмига ҳам катта таъсир кўрсатган. Жадвалдаги олтита биржада фақат 2008 йили ўртача 26%га, умумий ҳисобда эса 15%га пасайиш кузатилган.

Фонд бозорининг асосий кўрсаткичларидан яна бири унинг капиталлашув даражасидир (2.4-жадвалга ва 3-иловага қаранг). Жадвалда акциялар бозори капиталлашуви (АБК) резидент ташкилотлар чиқарган турли тоифадаги акциялари умумий сонининг кўрсатилган вақтдаги нархига кўпайтмаси натижасидан шаллантирилган. Бундай бозор индикатори кўрсатилган вақтдаги бозорнинг умумий қийматини акс эттиради.

Жадвал маълумотларидан кўринадики, ҳар бир МДХ давлатларида жаҳон молиявий иқтисодий инқирозининг

2.3-жадвал  
**Ривожланаётган ва бозор иқтисодиётига ўтаётган мамлакатлар акциялар савдосининг умумий ҳажми (млн АҚШ доллари)<sup>80</sup>**

Кўрсаткичлар	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	2	3	4	5	6	7
ММВБ (ММВБ фонд биржаси)	115 549,2	408 858,3	599 326,6	514 006,1	457 479,7	991 540,80
KASE (Козовистон фонд биржаси)	2919,4	4026,6	8924,4	3803,5	4300,0	1902,70
РТС (Россия фонд биржаси)	7927,7	17 226,6	15 161,6	10 448,4	54 171,8	112 122,40
ПФТС (Украина фонд биржаси)	659,4	1182,2	1996,1	1679,2	581,2	530,60
КФБ (Қирғизистон фонд биржаси)	29,9	102,7	146,1	103,6	66,2	9,80
«Тошкент» РФБ	35,5	110,9	89,2	80,3	59,5	39,30

<sup>80</sup> Манба: <http://mab.micex.ru/rarets> Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2005 – 2010 бюллетень биржевой статистики ва [www.stat.uz](http://www.stat.uz) «Тошкент» РФБ сайти, [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz) Ўзбекистон Республикаси Марказий банки сайти маълумотлари асосида муаллифлар ҳисоб-китоблари.

фонд бозорига таъсири сезиларли бўлган, масалан, 2008 йили ЯИМга нисбатан фонд бозорининг капиталлашув даражаси Россия, Қозоғистон, Украинада умумий ҳисобда ўртача 55%га тушганини кўришимиз мумкин.

#### 2.4-жадвал

### **Ривожланаётган МДҲ мамлакатларида акциялар бозори капиталлашувининг мамлакат ялпи ички маҳсулотига нисбатан салмоғи<sup>81</sup>**

Мамлакатлар	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Россия Федерацияси	34,4	98,6	101,1	26,4	59,2	65,8
Қозоғистон	18,9	73,7	52,7	23,61	53,5	41,6
Украина	34,6	41,6	79,6	19,0	22,6	10,3
Ўзбекистон	0,56	0,54	0,95	1,31	1,17	1,50

Жаҳоннинг ривожланган мамлакатлари фонд биржаларида акциялар бозори капиталлашувининг ЯИМга нисбатан салмоғини солиштирсак, айти инқироз даврида АҚШда 81%ни, Канадада 69%ни, Францияда 52%ни, Германияда 30%ни, Италияда 23%ни, Буюк Британияда 70%ни, Японияда 65%ни, жаҳон бўйича 55%ни ташкил этаётгани, 2009 йили бу кўрсаткичларнинг барчаси ўсиш тенденциясига эга бўлганини кўришимиз мумкин (2.5-жадвал ва 4-иловага қаранг).

Жадвал маълумотларидан аниқлаш мумкинки, Япониядан ташқари барча ривожланган мамлакатлар фонд биржаларида акциялар бозори капиталлашувининг ЯИМ-

<sup>81</sup> Манба: <http://mab.micex.ru/papers> Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2005 – 2010 бюллетень биржевой статистики ва [www.stat.uz](http://www.stat.uz) Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитаси сайти, [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz) Ўзбекистон Республикаси Марказий банки сайти маълумотлари асосида муаллифлар ҳисоб-китоблари.

га нисбатан салмоғи 2005 – 2007 йиллар даврий оралиғида ўсиш тенденцияси кузатилиб, 2008 йили эса жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози натижасида кескин пасайиш юзага келган. Молиявий инқирознинг Канада акциялар бозори капиталлашувига салбий таъсири ривожланган мамлакатлар орасида юқори бўлган, чунончи, 2008 йили 83,4 ф.п.га пасайган. АҚШ ва Буюк Британия мамлакатлари акциялар бозори капиталлашувига ҳам инқироз кучли салбий таъсир кўрсатган, яъни 2008 йили мос равишда ушбу бозор капиталлашуви 63 ф.п.га ва 70 ф.п.га камайган.

Жаҳоннинг ривожланган фонд биржаларида акциялар бозори капитализациясининг ҳалокатли даражада тушиб кетишига жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозини асосий таъсир омиллари натижаси деб ҳисоблаш мумкин. Бу омилларга:

– мамлакатлар иқтисодиётида ишлаб чиқариш суръатининг пасайиши, ишсизлик даражасининг ошиши ва макроиқтисодий мувозанатнинг бузилиши;

– оддий аҳолининг молия секторига ишончи пасайиши, қимматбаҳо қоғозлар бозори рейтинг агентликларининг сохта хулосалари;

– иқтисодиётнинг реал ҳажмига нисбатан молия бозори активларининг кўплиги, йиллар давомида шаклланиб борган «молиявий кўпиклар» ва уларнинг реал иқтисодий активлар билан таъминланмагани ошкор бўлишини кўрсатиш мумкин.

МДХ давлатларининг фонд биржаларида облигациялар бўйича савдо айланмасини таҳлил қилсак, молиявий инқироз таъсирида ушбу бозор айланмаси ҳам камайган (2.6-жадвалга қаранг). Жадвал маълумотларидан кўринадик, молиявий инқироз таъсирида облигациялар савдоси ММВБ, KASE, ПФТС, СПВБ, РТС ва БВФБ фонд биржаларида 2008 йили умумий ҳисобда ўтган йилга нисбатан 3%га қисқарган, 2009 йили 258%га ортган, бу асосан ММВБ биржаси ҳисобига содир бўлган. Мазкур ҳолат МДХ мамлакатлари орасида Россия ва Белоруссия фонд

## 2.5-жадвал

**Жаҳон ва ривожланган мамлакатлар акциялар  
бозори капиталлашувининг мамлакат ялли ички  
маҳсулотига нисбатан салмоғи<sup>82</sup>**

Мамлакатлар	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Жаҳон</i>	83,6	105,4	119,4	55,0	81,6
<i>АҚШ</i>	136,5	148,3	144,3	81,3	106,8
<i>Канада</i>	130,9	133,4	152,3	68,9	125,5
<i>Франция</i>	72,9	102,7	105,5	52,0	71,3
<i>Германия</i>	43,7	56,5	63,4	30,2	38,7
<i>Италия</i>	45,2	55,4	51,0	22,6	31,0
<i>Буюк Британия</i>	137,2	158,4	139,3	69,7	128,3
<i>Япония</i>	165,1	110,1	106,4	65,3	67,0

бозорлари облигациялар сегментига инқирознинг таъсири 2009 йили бартараф этилганини тасдиқлайди. Аммо 2008 – 2010 йиллар даврий оралиғида Қозоғистон ва Украина фонд биржаларида облигациялар савдоси пасайиш тенденциясига эга.

Биржаларда облигациялар савдосига алоқадор РЕПО битимлари ва бошқа савдо режимлари облигациялар сав-

---

<sup>82</sup> Манба: ХВФнинг World Economic Outlook: «Recovery, Risk, and Rebalancing», October 2010 маълумотлари асосида ривожланган мамлакатлар таркиби шакллантирилди ва статистик маълумотлар, ушбу фонднинг Global Financial Stability Reports: «Market Developments and Issues», september 2006; «Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies», october 2007; «Financial Stress and Deleveraging Macrofinancial Implications and Policy», october 2008; «Navigating the Financial Challenges Ahead», october 2009; «Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity», october 2010 маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган ([www.imf.org](http://www.imf.org) маълумотлари асосида).

2.6-жадвал

Ривожланаётган ва ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида облигациялар савдосининг умумий ҳажми (млн АҚШ доллари)<sup>83</sup>

Кўрсаткичлар	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	2	3	4	5	6	7
ММВБ (ММВБ фонд биржаси)	52 440,2	86 524,2	127 705,7	123 941,7	467 463,30	1 115 818,20
КАСЕ (Козгистон фонд биржаси)	4288,9	3018,9	4302,7	3652,0	2583,40	1614,20
РТС (Россия фонд биржаси)	0,8	306,0	47,4	258,3	1,10	1,10
ПФТС (Украина фонд биржаси)	1417,4	2557,8	3588,8	2842,0	387,70	300,30
БВФБ (Белоруссия валюта-фонд биржаси)	4,3	1,5	124,1	494,3	987,70	1794,90
СПВБ (Махаллий бозор, Санкт-Петербург валюта биржаси)	1617,8	270,5	280,2	511,9	58,20	116,70

<sup>83</sup> Манба: <http://mab.micex.ru/papers> Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2005 – 2010 бюллетень биржевой статистики.

досининг бутун кўринишини ўзида акс эттиради (2.7-жадвалга қаранг). Жадвал маълумотларидан кўринадик, молиявий инқирознинг ММББ, KASE ва СПВБ бозорларида РЕПО битимларига ва бошқа савдо режимларида облигациялар савдосига 2009 йили таъсири сезиларли бўлган ва умумий ҳисобда 26%га пасайган. РЕПО битимлари ва бошқа савдо режимларида облигациялар савдосининг энг йириги МДХ мамлакатлари орасида ММББ биржасида амалга оширилади. СПВБда РЕПО битимлари ва бошқа савдо режимлари бўйича облигациялар савдоси 2005 – 2008 йиллар давомида пасайиш тенденциясига эга. Молиявий инқироз РЕПО битимлари ва бошқа савдо режимлари бўйича облигациялар савдосига KASEда 2008 йилдан бошлаб, ММББда эса 2009 йили ўз таъсирини ўтказган. 2010 йили ММББда бундай савдолар ҳажми ўсиш тенденциясига эга бўлган. 2009 йилдан Белоруссияда ҳам РЕПО битимлари ва бошқа савдо режимларида облигациялар савдоси ортмоқда.

Энди ривожланган давлатлар фонд бозорларида қарз муносабатли қимматли қоғозлар ҳажми таҳлилини кўриб чиқамиз (2.8-жадвал ва 5-иловага қаранг). Жаҳон бўйича қарз муносабатли қимматли қоғозлар ҳажмининг мамлакат ялпи ички маҳсулотига нисбатан салмоғи 2005 – 2007 йиллар оралиғида 133%дан 146%га ошган, 2008 йили юз берган жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi оқибатида бу кўрсаткич 137%га тушган, 2009 йили эса яна ўсиш тенденцияси кузатилиб, 159%га етган. Жами қарз муносабатли қимматли қоғозларга нисбатан ҳукумат қимматли қоғозлари салмоғи инқироз даврида 38%ни, хусусий сектор қимматли қоғозлари эса ўртача 62%ни ташкил этган.

2.8-жадвал қайд этилган ривожланган етти мамлакатда қарз муносабатини ифодаловчи қимматли қоғозлар ЯИМга нисбатан камида 100%ни ташкил этган. Улар орасида ЯИМга нисбатан қарз қимматли қоғозларнинг энг кўпи инқироз даврида Японияга тегишли эса-да, унда асосий ўринни ҳукумат қимматли қоғозлари эгаллаган, кейинги

РЕПО битимлари ва бошқа савдо режимида облигациялар савдоси ҳажми  
(млн АҚШ доллари)<sup>84</sup>

Кўрсаткичлар	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	2	3	4	5	6	7
ММВБ (ММВБ фонд биржаси)	20 275,4	109 012,8	346 228,0	453 229,2	336 962,3	914 597,0
KASE (Козаистон фонд биржаси)	2 632,9	7 642,6	15 536,1	9 329,7	6 083,6	553,4
СПВБ (Маҳаллий бозор, Санк-Петербург валюта биржаси)	1 065,0	1 012,4	642,8	112,2	0	0
БВФБ (Белоруссия валюта-фонд биржаси)	М/й	М/й	0	М/й	6,20	258,2

<sup>84</sup> Манба: <http://iab.micex.ru/rarets> Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2005 – 2010 бюллетень биржевой статистики.

ўрин АҚШга тегишли, унда асосий салмоқни хусусий сектор қимматли қоғозлари эгаллайди. Фикримизча, инқироз шароитида давлат қимматли қоғозларига нисбатан талабнинг ортиши қимматли қоғозлар бозорининг ушбу сегменти барқарорлигини сақлаб қолишга хизмат қилади.

Молия бозорида иқтисодиёт тармоқларининг диверсификациялашуви унинг барқарорлигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади. Фонд бозорининг барқарор фаолияти ҳам иқтисодиётнинг тармоқлар rischi билан боғлиқ. Тармоқ rischi маълум бир тармоқнинг фаолияти натижасида юзага келади, у ушбу тармоқнинг иқтисодий ҳолатидаги ўзгаришлар оқибатида кўрилиши мумкин бўлган зарарлар ёки хавф-хатар ҳисобланади. Тармоқ riskини уч босқичга бўлиб таҳлил қилиш мумкин.

## 2.8-жадвал

### Ривожланган мамлакатлар қарз муносабатли қимматли қоғозлар ҳажмининг мамлакат ялпи ички маҳсулотига нисбатан салмоғи (фоизда)<sup>85</sup>

Мамлакатлар	2005	2006	2007	2008	2009
АҚШ	191	203	216	212	224
Канада	98	105	110	100	140
Франция	135	155	168	158	194
Германия	147	167	169	149	172
Италия	163	188	201	194	241
Буюк Британия	115	138	139	148	216
Япония	189	200	210	234	235

<sup>85</sup> Манба: ХВФнинг World Economic Outlook: «Recovery, Risk, and Rebalancing», October 2010 маълумотлари асосида ривожланган мамлакатлар таркиби шакллантирилди ва статистик маълумотлар ушбу фонднинг Global Financial Stability Reports: «Market Developments and Issues», september 2006; «Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies», october 2007; «Financial Stress and Deleveraging Macrofinancial Implications and Policy», october 2008; «Navigating

Биринчи босқичда тармоқ фаолиятининг қуйидаги хусусиятларига кўра даврий босқичи аниқланади:

- даврий циклли тебранишларга дучор бўладиган тармоқлар;
- даврий циклли тебранишларга кам дучор бўладиган тармоқлар;
- барқарор фаолият юритувчи тармоқлар;
- тез ўсувчи янги тармоқлар.

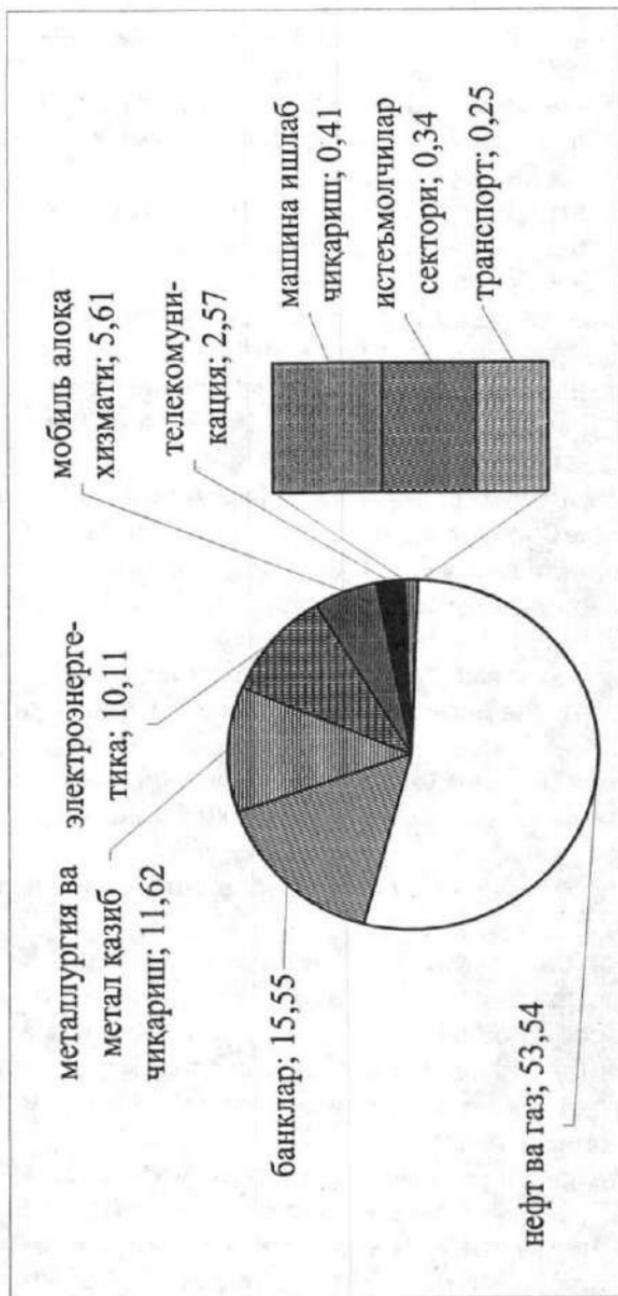
Иккинчи босқичда тармоқнинг макроиқтисодий шарт-шароитларга ва ишлаб чиқаришнинг циклик ўзгаришларига муносабати аниқланади. Тармоқнинг циклик ривожланишини баҳолаш умумиқтисодий ривожланиш тенденцияларига нисбатан қиёсий таҳлилга асосланиши лозим. Бундай таҳлил умумиқтисодий конъюнктурани ва фоиз ставкалари ўсиши башорати билан боғлиқ равишда келажакдаги фаолиятни олдиндан билиш имконини беради.

Учинчи босқич тармоқнинг келажакдаги ривожланишини башоратлаш ва сифат жиҳатдан таҳлил қилишга асосланади. Тармоқ rischi барча тармоқларнинг махсус хусусиятлари билан боғлиқ. Эълон қилинган маълумотлардан ушбу тармоқ корхоналарининг маҳсулотларини сотишда, даромадлар ва дивидендлар тўлашда, ижтимоий тадқиқотлар ўтказишда, инновациялар яратишда фойдаланилади. Масалан, микросхемалар ишлаб чиқариш соҳасида яратилган кашфиёт электроника маҳсулотларини ишлаб чиқарувчи компаниялар акциялари ҳаракатига таъсир этади. Инвесторлар учун ўз маблағларини риск даражаси нисбатан паст, барқарор ва юқори дивиденд тўлайдиган, фаолияти кенгайиб бораётган корпорациялар қимматли қоғозларига жойлаштириш маъқул.

---

the Financial Challenges Ahead», october 2009; «Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity», october 2010 маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган ([www.imf.org](http://www.imf.org) маълумотлари асосида).

2.12-расм. ММВБ индексида тармоқларнинг улуши (фоизда)<sup>86</sup>



<sup>86</sup> Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: Учебник. — М.: Дело, 2009. — С. 371.

Тармоқ рискени таҳлил қилишда қуйидаги омилларни алоҳида инобатга олиш лозим:

– ушбу тармоқдаги корхона фаолияти, тармоқнинг маълум бир даврий оралиқда ёки умумий ҳолда бошқа тармоқлар билан боғлиқлиги;

– мамлакат иқтисодиётига нисбатан тармоқдаги корхоналар фаолиятининг барқарорлиги;

– бир ёки бошқа тармоқдаги корхоналар фаолияти натижалари ва ундаги фарқлар даражаси.

Тармоқдаги корхона фаолияти ва тармоқнинг рисклик даражаси бевосита тармоқнинг циклик ўзгаришларига, унинг ичидаги рақобат курашига боғлиқ. Тармоқ ичидаги рақобат бошқа тармоқдаги корхоналарни ушбу тармоқ ичидаги корхоналарнинг барқарорлиги билан таққослаш учун ахборот манбаи ҳисобланади ва тармоқ рискининг баҳоси бўлиб хизмат қилади. Тармоқ ичидаги рақобат даражасини қуйидаги ахборотлар орқали аниқлаш мумкин:

– нарх ва нархсиз рақобат даражаси;

– ташкилотларнинг тармоқ таркибига кириши қийинлиги;

– тармоқ ичидаги ўзаро боғлиқ ташкилотларнинг етарлилиги ва етакчи ташкилотлар нархи билан рақобатбардошлик;

– сотиб олувчи ва етказиб берувчиларнинг бозордаги қобилияти;

– сиёсий ва ижтимоий муҳит.

Тармоқ фаолиятидаги санаб ўтилган шартлар кутилмаганда содир бўлиши ёки кескин ўзгариши мумкин. Шунинг учун тадбиркорлик фирмалари қандай фаолият юртишидан қатъи назар, барчаси тармоқ рискени доимо ҳисобга олиши лозим.

Тармоқ риски молиявий активлар курси ва инвестицион сифатининг ўзгариши, маълум бир тармоққа хос техник-технологик, табиий-экологик, ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатлар ўзгариши билан боғлиқ рисклар оқибатида инвесторларнинг зарар кўриши натижасида юзага келади.

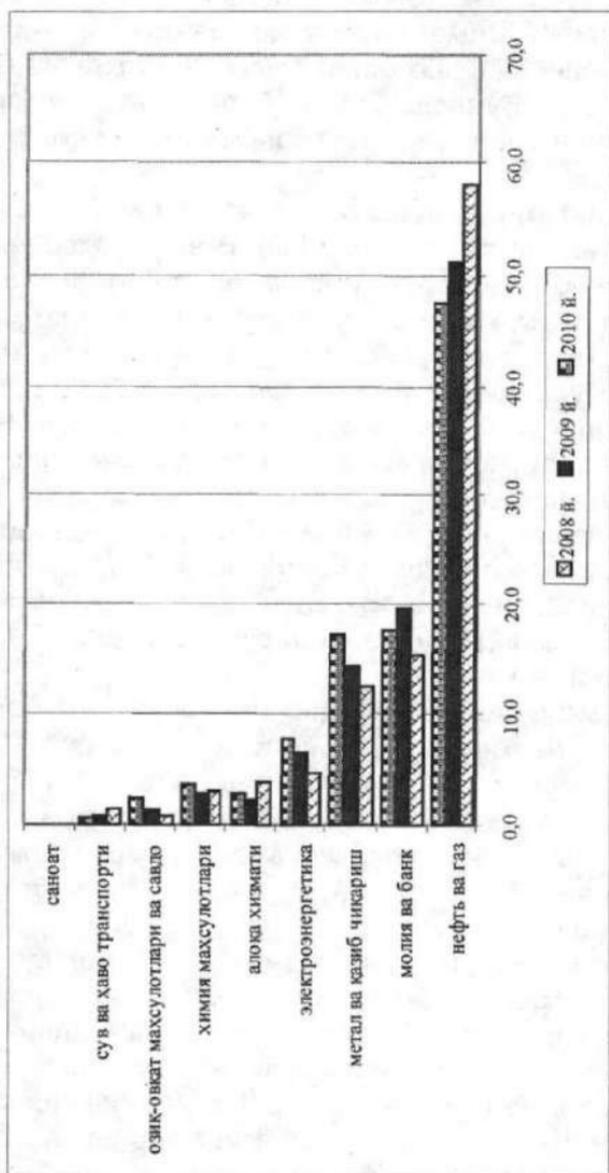
Шунинг учун тармоқ рискининг даражаси тармоқнинг ўзига хос хусусиятларига ва инвесторлар томонидан риск омилининг тўғри баҳоланишига боғлиқ.

Ривожланаётган мамлакатларда маълум бир иқтисодий тармоқнинг фонд бозорида юқори салмоққа эга бўлиши кузатилади. Бу фонд бозори барқарорлигига тармоқ ва тизимли рисклар оқибатида салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Россия фонд бозори асосан иккита йирик биржа фаолиятдан ташкил топган, улар ММВБ ва РТС фонд биржалари ҳисобланади. Ҳар иккала фонд биржасида ҳам иқтисодиёт тармоқларига нисбатан нефть ва газ, қазилма бойликлари корхоналари салмоғи катта, яъни ММВБ индексида уларнинг салмоғи 53,5%ни, РТС акциялар капиталлашуви 45%дан кўпроқни ташкил этади. Банк-молия, металлургия ва металл қазиб чиқариш, электро-энергетика, алоқа ва телекоммуникация хизматлари, кимё маҳсулотларини ҳам фонд бозори тараққиётида асосий роль ўйнайдиган тармоқлар сирасига киритиш мумкин. Истеъмолчилар сектори, транспорт ва бошқа тармоқларнинг фонд бозоридаги фаолияти суст кечмоқда (2.12- ва 2.13-расмларга қаранг).

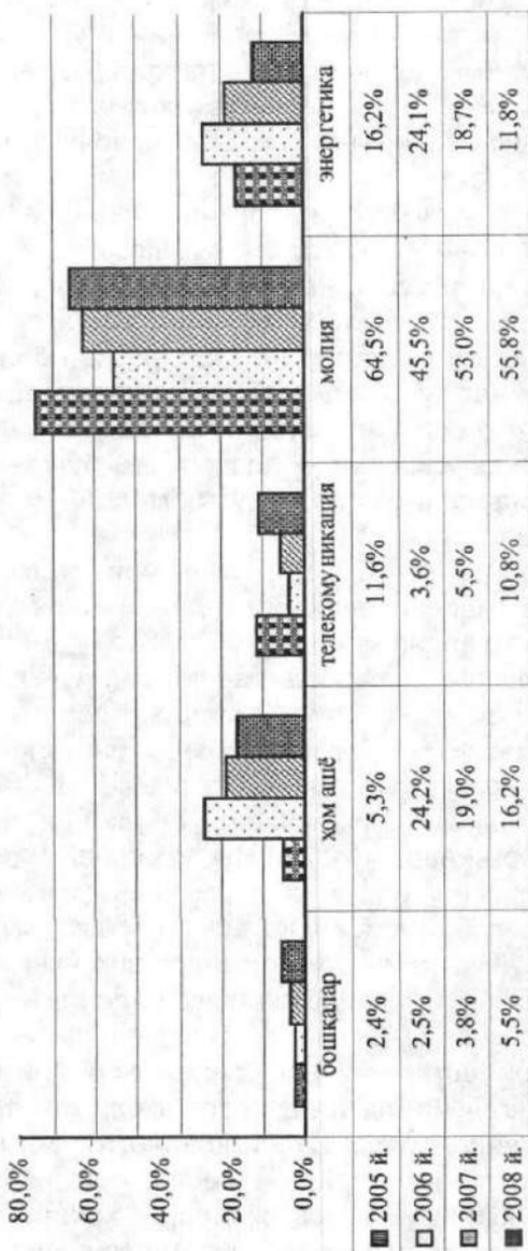
Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози натижасида нефть ва газ нархининг тушиб кетиши Россия фонд бозорининг асосини ташкил этувчи нефть ва газ компаниялари фаолиятига салбий таъсир кўрсатди. Бу фонд бозорида нархлар ва индексларнинг кескин тебранишига сабаб бўлди ва маълум бир муддат фонд бозори беқарор ҳолатга келди.

Қозоғистон фонд бозорида ҳам инқироз даврида шунга ўхшаш жараён юз берди. Мамлакат ташқи қарзининг юқорилиги, қарзга жавобгарлик молия муассасалари зиммасида экани оқибатида молиявий инқироз даврида бундай ташкилотлар фаолиятида салбий ўзгаришлар юзага келди. Фонд бозори концентрациясида молия муассасалари салмоғининг кўплиги ушбу бозорни маълум бир муддат беқарор ҳолатга солди (2.14-расмга қаранг).

2.13-расм. РТС индексининг тармоқ таркиби (фоизда)<sup>87</sup>

<sup>87</sup> [www.rts.ru](http://www.rts.ru) – РТС Россия фонд биржаси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

2.14-расм. KASE савдо тизимидаги акциялар ва қарз қимматли қоғозларнинг тармоқлар бўйича бозор қиймати (жамига nisбатан фоизда)<sup>88</sup>



<sup>88</sup> [www.kase.kz](http://www.kase.kz) – KASE Қозоғистон фонд биржаси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

Расм маълумотлари кўрсатадики, Қозоғистон фонд бозорида молия ва телекоммуникация муассасалари иштироки кенгаймоқда, энергетика ва хомашё тармоқлари эса қисқармоқда. Бу иқтисодиётда хизматлар бозорининг ривожланаётгани, унга нисбатан ишонч ортиб бораётганини кўрсатади.

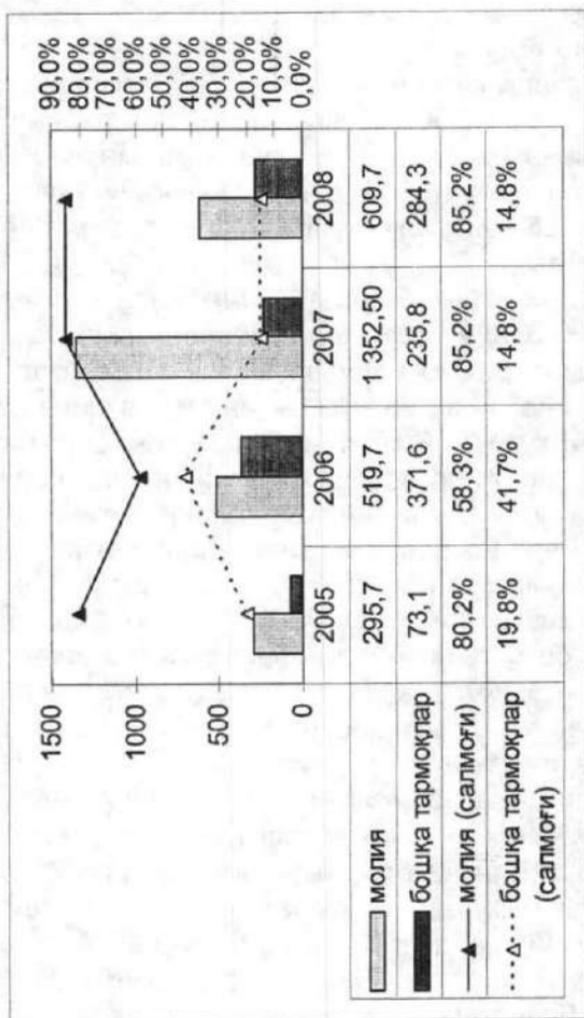
Қозоғистон биржа бозори асосини молиявий муассасалар ташкил этади. Бу кўрсаткич инқирозгача бўлган ва инқироз даврида 85%дан ортиқни ташкил этган. Молиявий инқироз таъсири натижасида молия муассасалари фонд биржасидаги акциялар ва корпоратив облигациялар бўйича савдо айланмаси 55%га қисқарган. Бошқа тармоқларнинг фонд биржасидаги операциялар ҳажми инқироз даврида ўсиш тенденциясига эга бўлган, аммо савдо айланмасидаги салмоғи ўзгармасдан қолмоқда (2.15-расмга қаранг).

Тадқиқотларимизнинг кўрсатишича, халқаро фонд бозори ривожланишининг асосий тенденциялари қуйидагиларда кўзга ташланади:

*Фонд бозорининг тобора кенгайиб ва чуқурлашиб бориши.* Халқаро фонд бозори ўз ҳажми ва бозор қатнашчилар сонининг тез ўсиб бориши, умуман, унинг кўлами кенгайиши билан характерланади. Бу, биринчидан, бозор капиталлашуви ошишида, иккинчидан, хусусий ва институционал иштирокчилари кўпайишида ўз ифодасини топади. Фонд бозорининг ўсиши, бир томондан, ўзига хос замонавий иқтисодиётнинг ўсишига таянса, бошқа томондан, бутун жаҳон бўйича қимматли қоғозлар нархининг кўтарилиш тенденцияси натижасида активлар билан таъминланмаган капиталнинг кўпайишига олиб келади.

Фонд бозори иштирокчилари сонининг ортиши жаҳоннинг ривожланган мамлакатларидаги аҳоли фаровонлигининг ўсиш тенденциясига, ривожланаётган мамлакатларда халқаро фонд бозорига қатнашиш орқали ўз жамғармаларини кўпайтириш ва сақлашни хоҳлаган, бой ҳамда ўртача даромадли аҳоли қатлами сонининг кўпайишига асосланади.

2.15-расм. KASE савдо тизимида акциялар ва корпоратив облигацияларнинг тармоқлар бўйича биржа бозори айланмасы (жамига нисбатан фоизда)<sup>89</sup>



<sup>89</sup> [www.kase.kz](http://www.kase.kz) – KASE Қозоғистон фонд биржаси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

Ривожланаётган мамлакатларда янги фонд бозорлари ташкил этилиши, қимматли қоғозлар олди-сотдиси орқали мамлакатларга капиталнинг кириб келиши ва чиқиб кетиши натижасида янги ривожланаётган мамлакатлар ушбу бозорга жалб қилинади, фонд бозори кўлами тобора кенгайиб бораверади.

Фонд бозори қатнашчилари бўлган мамлакатлар сонининг ортиши ҳисобига унинг экстенсив равишда кенгайиш кўлами жаҳондаги мавжуд мамлакатлар сонига, фонд бозорининг интенсив равишда кенгайиш кўлами эса жаҳон бўйлаб капитални қайта тақсимлаш жараёни кучайишига боғлиқ.

*Халқаро фонд активлари билан ҳосила молиявий воситалар савдосининг ўсиши.* Своплар, фьючерс, опцион шартномалари ва ҳ.к. ҳосила молиявий воситалар асосида бошқа бозор активлари билан бир қаторда қимматли қоғозлар туради. Бундай воситалар фонд бозори иштирокчисига портфель инвестициялардаги рискларни хеджирлаш ва спекулятив операцияларни амалга ошириш имконини беради. Бозор иштирокчиларини рисклардан ҳимояловчи мазкур воситаларсиз замонавий молия бозорини тасаввур этиб бўлмайди. Халқаро фонд бозорида миллий бозорга нисбатан кўпроқ рисклар мавжуд, чунки қимматли қоғозларга хос рисклардан ҳимояланиш мақсадида улар асосидаги ҳосила молиявий воситаларнинг савдо кўлами кенгайиши натижасида халқаро фонд бозори ривожланади. Замонавий ҳосила молиявий воситалар бозори ўзида миллий ва халқаро бозорларни намоён этади. Халқаро фонд бозори тараққиёти давомида ҳосила молиявий воситаларга нисбатан талаб ортмоқда. Қимматли қоғозлар савдоси йўқ жойда улар асосидаги ҳосила молиявий воситалар бозори мавжуд бўлмайди. Халқаро молия бозоридаги тизимли инқирозлар, иқтисодий пасайишлар ҳосила молиявий воситалар тараққиётига талабнинг фақат кучайишига олиб келади.

*Жаҳоннинг етакчи молиявий марказларида бозор концентрацияси.* Капитал концентрацияси жаҳон ҳам-

жамиятида рақобатни қўллаб-қувватловчи ва монополи-  
яга қарши курашувчи глобал иқтисодиёт ривожланиши-  
нинг табиий қонуни ҳисобланади. Молия бозоридаги ян-  
гиликлардан фойдаланиш имкониятларида, даромадли-  
лик даражасида ва ўзгарувчи конъюнктура шароитида  
барқарорлиги билан йирик халқаро молиявий компания-  
лар ва банклар бозорларда катта куч-қудратга эга. Шу-  
нинг учун бозор иқтисодиётидаги давлатлар сиёсатида  
нафақат йирик компаниялар ўсишини чеклаши керак, бал-  
ки миллий ва халқаро фонд бозорлари, миллий ҳамда  
жаҳон иқтисодиёти асосини ташкил этувчи компаниялар-  
га нисбатан эҳтиёткорона муносабатни талаб этади. Бу  
нафақат халқаро фонд бозоридаги юқори концентраци-  
яни ва ушбу бозор иштирокчиларининг етакчилигини (АҚШ,  
Япония, Буюк Британия, Германия, Франция) сақлаб  
қолади, балки уни кучайтиради. Мазкур шаклда халқаро  
фонд бозори ривожланишининг объектив тенденцияси-  
ни кўрмаган ва унга қизиқмайдиган мамлакатлар жуда  
кам. Кўп мамлакатларда бозор концентрацияси халқаро  
фонд бозоридаги маълум бир ҳолатларни назорат этиш  
имконини беради, унга хизмат қилиш орқали йирик даро-  
мадлар олиш имкони туғилади.

*Бозорнинг янги воситаларни яратиши.* Халқаро фонд  
бозори халқаро молия бозорининг мустақил сегменти са-  
налади, чунки унга ўзининг махсус воситалари зарур.  
Фақат миллий фонд бозорларидаги қимматли қоғозлар  
халқаро фонд бозори тараққиётини тўлиқ таъминламай-  
ди. Бу халқаро муносабатларни ўзида тўлиқ акс эттирув-  
чи муҳим фонд бозори воситаларини яратиш заруратини  
келтириб чиқаради, яъни акциялар ва облигациялар учун  
кенг фойдаланиладиган янги воситалар амалиётга жо-  
рий этилади.

*Бозорнинг компьютерлашуви.* Компьютерлашув халқаро  
фонд бозори тараққиётининг моддий асоси санала-  
ди, у фонд бозорларидаги миллий, ҳудудий ва вақт би-  
лан боғлиқ чегаралар йўқолишига олиб келади. Ахборот-  
ларни қайта ишлаш, узатиш ва алоқа қилишнинг замона-

вий воситалари халқаро фонд бозорининг келажакдаги замонавий чегараларини йўқотади. Натижада бу бозор миллий фонд бозорлар йиғиндисидан иборат бўлмай, балки бутун жаҳон ягона фонд бозори сифатида шаклланади.

*Халқаро фонд бозорида ривожланаётган мамлакатлар қимматли қоғозлари аҳамиятининг ортиши.* Халқаро фонд бозорининг ривожланиши натижасида унинг савдо айланмасида ривожланаётган мамлакатлар қимматли қоғозлари улушининг ортиши муқаррар. Ривожланаётган мамлакатлар қарздорлигининг ортиши кўпинча қимматли қоғозлар шаклида амалга оширилади. Жаҳон капиталини географик жиҳатдан қайта тақсимлаш жараёнининг замонавий ривожланиш йўналиши моҳиятан нафақат иқтисодий, балки сиёсий аҳамият касб этиши ушбу тенденция орқали кўзга ташланади. Ривожланаётган мамлакатлар қарздорлиги қанчалик кўп бўлса, шунчалик халқаро фонд бозорида уларнинг қимматли қоғозлари улуши ортади.

Қолаверса, молиявий инқироз шароитида фонд бозорларида қуйидаги тенденциялар юзага келди:

– халқаро қарз қимматли қоғозлари халқаро фонд бозорида капитални жалб этиш ва операцияларнинг асосини ташкил этган, охириги ўн йилликда уларнинг ҳажми олти баробардан кўпроққа ошган, 2008 йили инқироз даврида уларнинг ўсиши секинлашган эса-да, 2009 йили яна ўсиш тенденциясига эга бўлган. Ушбу бозорда молиявий институтлар етакчилик қилмоқда;

– халқаро акциялар бозорининг охириги ўн йилликдаги ҳажми олти баробарга яқин ошди, аммо халқаро молия бозорида энг кичик сегмент сифатидаги ўрни йўқолмаган. 2008 йили инқироз натижасида халқаро акциялар бозорининг ҳажми асосан ривожланаётган мамлакатлар ҳисобига қисқарган, ҳозирда уларнинг ҳажми яна ўсиш тенденциясига эга;

– халқаро қарз қимматли қоғозлар ва акциялар бозорида ривожланган мамлакатлар етакчилиги сақланиб қол-

ган. Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорининг иқтисодиёт тармоқлари бўйича диверсификациялашув даражаси кичиклиги инқироз даврида унинг барқарорлигига салбий таъсир кўрсатган;

– молиявий инқироз шароитида жаҳоннинг ривожланган мамлакатлари фонд биржаларида акциялар бозори капиталлашувининг ЯИМга нисбатан салмоғи кескин пасайган. Жаҳон мамлакатлари ЯИМга нисбатан акциялар бозори капиталлашуви инқироз даврида 55%ни, охириги беш йилликда ривожланган мамлакатларда қарз муносабатини ифодаловчи қимматли қоғозлар ЯИМга нисбатан камида 100%ни ташкил этиши кузатилган;

– ривожланаётган мамлакатлар фонд биржаларида жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида акциялар ва облигациялар бўйича савдолар ҳажми камайган.

Хулоса ўрнида айтиш мумкинки, фонд бозори иқтисодиётдаги ва молия тизимидаги барча ўзгаришларни, инқирозли ҳолатларни ўзида тўлиқ акс эттирган. Бир мамлакат фонд бозоридagi ўзгаришнинг бошқа мамлакат фонд бозорига тезкор таъсири унинг халқаро фонд бозорига интеграциясини таъминловчи воситаларнинг ва молиявий глобаллашувнинг ривожланишидан юзага келган. Фикримизча, ривожланаётган мамлакатлар фонд бозори тараққиётини янада жадаллаштириш, бунда бозорнинг иқтисодиёт тармоқлари бўйича диверсификациясини оширишга алоҳида эътибор қаратиш мақсадга мувофиқ.

### **2.3. Ҳосила молиявий воситалар билан операцияларнинг ривожланиши ва уларнинг молия бозори барқарорлигига таъсири**

Молия бозорининг асосий секторлари: валюта, кредит, фонд ва бошқа бозорлар орасида доимий, аниқ бир чегара қўйиб бўлмади. Чунки маълум бир бозорга тегишли молиявий воситалар бошқа бозорга оқиб ўтади ёки аксинча. Айниқса, ҳосила молиявий воситалар (деривативлар)ни кўрсатиш мумкин. Улар молия бозорининг ҳар бир секторида: валюта, кредит, фонд ва инвестиция бозори секторларида тузилади. Деривативлар халқаро молия бозорини ўзаро мос, ягона бир бутунликка бирлаштиради ва молия бозорининг ҳар бир сектори ўзаро боғлиқлигини, бунинг натижасида бир-бирига ўзаро таъсир даражасини кўрсатади.

Деривативлар XVII асрдан маълум. Улар пайдо бўлишининг биринчи ўн йиллигида қимматли қоғозлар ва товарлар билан боғлиқ қаттиқ ҳамда шартли битимлар Амстердам биржасида амалга оширилган. Японияда фьючерс битимлари билан боғлиқ операциялар ўрта асрлардан амалда бўлган. XIX аср ўрталаридан Шимолий Америка бозорларида қишлоқ хўжалик маҳсулотлари устида фьючерс шартномалари орқали савдолар кенг кўламда амалга оширилган. Ҳозирги барча товар-хомашё биржаларида фьючерслар ва опционлар савдо қилишнинг асосий воситасига айланган. XX асрнинг 70-йилларидан асосан молиявий деривативлар олди-сотди қилинадиган махсус биржалар АҚШда вужудга келган, 70-йиллар охирига келиб Европада молия бозорининг ушбу сегменти жадал ривожланди. Ҳозирги кунда хомашё товарлари билан боғлиқ деривативлар мазкур бозор умумий ҳажмининг 1 фоиздан камроғини ташкил этмоқда.

Бугунда молия бозори тараққиётида Фарбий Европа ва Шимолий Америкадаги бозорларнинг ривожланиши асосий роль ўйнамоқда. Бир вақтнинг ўзида бир нечта биржа савдо майдончаларига қатнашишни енгиллашти-

рувчи биржалараро ташкилий механизмларнинг яратилиши, техник стандартлар ва тартибга солувчи меъёрларни ўзаро уйғунлаштириш ҳамда савдо майдончаларини қўшиб юборишда ўз аксини топаётган биржа инфраструктурасини бирлаштиришга ҳаракатлар ривожланган бозорлар учун асосий тенденцияни ташкил этмоқда. Турли мамлакатлар биржаларини бирлаштирувчи ва келажақда глобал савдо маконини яратишга асос бўлувчи глобал, минтақалараро ва ҳудудлараро гуруҳларни ташкил этиш ушбу ривожланган бозорларга хос тенденцияларнинг бир кўринишидир.

Бозор иқтисодиёти ривожланаётган мамлакатларнинг деривативлар бозори жаҳон деривативлар бозори тараққиётида катта аҳамият касб этмайди, яъни ушбу мамлакатларда молия бозорининг мазкур сегменти жадал ривожланмаган. Корея ва Бразилия эса бунга қўшилмайди, чунки уларда деривативлар бозори жуда яхши ривожланган. Россия Федерациясининг йирик биржаларидан РТС ва ММББ, Қозоғистоннинг KASE биржаларида молиявий деривативлар билан савдо қилиш яхши йўлга қўйилган (2.9-жадвалга қаранг).

Булар орасида РТС биржаси деривативларнинг савдо ҳажми ва ҳосила молиявий воситалар бозори сегментининг турли-туманлиги билан ажралиб туради, ушбу кўрсаткичлар МДҲ давлатлари бўйича етакчилик қилади. 2007 – 2009 йиллар оралиғида РТС биржасида деривативлар билан савдолар ҳажми мамлакат ЯИМга нисбатан таққослаганда ўсиш кўрсаткичига эга, яъни 22%дан 35%га ошган, лекин мутлоқ кўрсаткичларда 2008 – 2009 йиллар оралиғида 3,9 млрд АҚШ долларига тушгани молиявий инқирозни ушбу бозор сегментига 2009 йили таъсир кўрсатганидан далолат. Бу бозордаги 1% пасайиш мамлакат ЯИМнинг 9%га камайиши ҳисобига юз берган, умуман, молия бозорининг ушбу сегменти барқарорлиги сақланмоқда.

Узоқ муддатли инвестицияларни жалб этишга мўлжалланган асосий қимматли қоғозлардан фарқли равишда,

## 2.9-жадвал

**Ривожланаётган ва МДХ давлатлари биржаларида  
ҳосила молиявий воситалар билан савдолар  
ҳажми, млн АҚШ доллари<sup>90</sup>**

Биржалар	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Валюта фьючерслари</b>							
KASE	2458,7	0,1	0	0	0	7,6	0,1
БВФБ	с/қ	0,5	0,08	1,4	3,8	с/қ	с/қ
ММВБ	45,8	462,2	6 545,20	32 909,60	85 448,50	133 905,70	18 646,80
РТС	м/й	м/й	283	696,6	4 697,60	13 908,10	50 603,70
СПВБ	260,9	453,1	399,4	343,6	53,8	0	9,1
УМВБ	с/қ	0,7	0,005	0	м/й	м/й	м/й
<b>Валюта опцион шартномалари</b>							
РТС	м/й	м/й	2,4	7,2	158,1	319,8	2 276,50
СПВБ	837,5	7648,2	4	8,7	0	0	0
<b>Товар фьючерс шартномалари</b>							
РТС	м/й	м/й	0	1027,6	1479,4	618,4	85,6
<b>Товар опцион шартномалари</b>							
ММВБ	с/қ	с/қ	с/қ	с/қ	с/қ	1 039,30	1 421,50
РТС	м/й	м/й	0	0	82,7	5 861,40	8 231,20
СПВБ	1692	100,8	48,3	45,3	0	с/қ	с/қ
УМВБ	0,19	18,3	31,3	с/қ	с/қ	с/қ	с/қ
<b>Индекс фьючерс шартномалари</b>							
ММВБ	м/й	м/й	с/қ	с/қ	70	36	1 668,80
РТС	м/й	м/й	4 191,80	27 792,60	142 920,60	300 013,50	312 010,00
<b>Индекс опцион шартномалари</b>							
РТС	м/й	м/й	89,2	3 133,50	30 430,80	44 195,20	10 649,10
<b>Акция фьючерслари</b>							
ММВБ	м/й	м/й	с/қ	с/қ	с/қ	с/қ	398,7
РТС	м/й	м/й	16 568,60	58 019,30	93 495,50	63 051,60	68 527,10
<b>Акция фьючерсларига опционлар</b>							
РТС	м/й	м/й	2 695,20	8 404,80	21 324,30	28 147,30	3 450,20
<b>Облигациялар ва фоиз ставка фьючерслари</b>							
KASE	м/й	м/й	0	0	0	с/қ	с/қ
БВФБ	м/й	м/й	0	0,02	0	с/қ	с/қ
ММВБ	м/й	м/й	с/қ	136,8	1 165,30	2 051,30	20,4
РТС	м/й	м/й	315,6	1 078,80	2 952,30	3 920,00	310,2

<sup>90</sup> Манба: <http://mab.micex.ru/papers> Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2005 – 2009 бюллетень биржевой статистики.

деривативларнинг асосий иқтисодий функцияси хеджирлашдир, яъни нархлар ўзгаришидаги рисклардан суғурталаш. Уларнинг юзага келиши молия бозорида инқилобий хусусиятга эга бўлди. Опционлар ва фьючерслар ёрдамида рискларни бошқариш назарияси молия фанининг асосий бўлимига айланди.

Деривативлар ва ҳосила молиявий воситалар турли мақсадлар учун ишлатилади. Уларнинг асосийлари қуйидагиларда ўз аксини топади.

1. Рискни бошқариш. Корпорациялар, банклар ва инвестицион фондлар кутилаётган хавф-хатарлардан ўзларини суғурталашади. Суғурталаш (хеджирлаш) базис активлар баҳосини салбий ўзгаришлардан ҳимояловчи шартномани сотиб олиш орқали амалга оширилади. Риск менежментга намуна сифатида қуйидаги ҳолатларни келтириш мумкин:

– фонд портфелларини ҳосила молиявий воситалар орқали суғурталаш: молиявий активлар нархи пасайишидан кўриладиган зарарларнинг олдини олиш учун қилинган ҳимоя стратегияси ҳисобланади;

– бюджетлаштириш: корпорацияларнинг режалаштирилган бюджети тўлиқ ижросини таъминлаш мақсадида фоизли деривативлар билан операциялар амалга оширилади;

– ипотека: кўчмас мулк гарови асосида қарз олувчилар ўзларини деривативлар билан кредит фоиз ставкаси ўсишидан ҳимоялашади;

– молиявий менежмент: облигациялар бўйича фоизларни даврий тўлашни режалаштирган эмитентлар ўз пул оқимларидаги салбий ўзгаришларни опцион ва своплар билан операцияларни амалга ошириш орқали ҳимоялайдилар;

– аннуитет: суғурта компаниялари қатъий белгиланган ва сузувчи фоиз ставкалари ўртасида ҳосила молиявий воситалар орқали арбитраж операцияларни амалга ошириб, молия бозорига қўйилган инвестициялардан кафолатланган фоиз даромадларни олишади;

– ташқи савдо: валютавий деривативлар ҳисобидан экспортёрлар ўз даромадларини мустаҳкамлашади.

2. Спекуляция (чайқовчилик) орқали фойдани максималлаштириш мақсадида. Спекулятив операциялар бўйича қарорларни қабул қилиш жараёнига қуйидаги омиллар таъсир кўрсатади:

- молиявий деривативларнинг тебранишини баҳолаш;
- техник таҳлил;

– миқдорларнинг деривативларга нисбатан талаблари ва инфляциян кутилишлар, келажакдаги фоиз ставкалари башоратини ўз ичига олувчи макроиқтисодий таҳлил;

– узоқ муддатли молиявий деривативларга талаб ва таклиф ҳақидаги маълумотлар;

– ҳосилавий воситалар нархларини шакллантиришнинг турли моделлари орқали кам ёки ортиқча баҳо берилган деривативларнинг мавжудлиги.

3. Инвестицион даромадни ошириш. Портфель облигацияларни бошқарувчилар агар ўз облигацияларини колл опционга сотаётган эсалар, «қопланган колл» позициясини эгаллаши керак. Опционнинг страйк баҳоси базис активларнинг мўлжалланган нархидан юқори бўлиши керак. Агар облигацияларнинг ҳақиқий баҳоси страйк баҳодан паст бўлса, опцион амалга оширилмайди ва облигацияларни опцион колл шартномасида сотувчи томон (бошқарувчи) ютуқ сифатида опцион мукофотини олади. Агар страйк баҳодан ҳақиқий баҳо юқори бўлса, бошқарувчи ўз қимматли қоғозларини сотади ва бошланғич позиция билан таққосланувчи ютуқни олиб қолади. Бу инвестицион фондлар учун умумий қабул қилинган стратегия саналади.

4. Бошқа бозорларга кириш. Қарз олувчи сузувчи фоиз ставкалари билан своп ёрдамида қатъий белгиланган фоизларга ўтиши мумкин. Кўпинча қатъий белгиланган фоизда оддий кредит олгандан кўра шундай йўл билан арзонроққа кредит олишни афзал билишади. Натижада икки бозор ўртасида ўзига хос арбитраж операциялари юзага келади. Бир қатор институционал инвесторларга,

масалан, пенсия фондларига, молия бозоридаги инвестицион маблағларни акцияларга қўйишга чекловлар жорий этилган. Чекловлардан айланиб ўтиш учун облигацияли ёки конвертирланадиган облигацияли варрантлар каби таркибий воситалардан фойдаланишади. Ҳаттоки инвестор бозорга чиқишга тўғридан-тўғри имконияти бўлса-да, унга баъзан базис активлар билан деривативлар ёрдамида операцияларни амалга ошириш арзонроққа тушади.

Ҳосила молиявий воситалар бозори контрагентга, битимнинг қайси томонида бўлишдан қатъи назар, рискларни бартараф этиш ёки қайта гуруҳлаш имконини беради. Шубҳасиз, иқтисодиётда рискларнинг ҳажми камаймайди, балки улар хеджирлар томонидан спекулянтларга ўтказилади ёки қайта тақсимланади. Спекулянтларнинг операцияларни амалга оширишдаги rischi эса ортиб боради, шунга боғлиқ равишда уларнинг бозордаги ўйинлардан топадиган даромадлари кўпаяди.

Тадқиқот натижалари ҳосилавий қимматли қоғозларни ажратиб турувчи қуйидаги асосий хусусиятлар мавжудлигини кўрсатди:

– бундай қимматли қоғозлар нархи унинг таркибидаги биржа активларига асосланади;

– ҳосилавий қимматли қоғозлар муомаласининг ташқи кўриниши асосий қимматли қоғозлар муомаласи билан бир хил;

– биржа активларининг муомалада бўлиши билан таққослаганда бундай қимматли қоғозлар муомала муддати (бир неча минутдан бир неча ойгача, йилгача) чекланган.

Ҳосилавий қимматли қоғозлар бошқа хусусиятларга ҳам эга. Уларни олди-сотди қилиш биржа бозорида амалга оширилади ва бошқа қимматли қоғозларга нисбатан минимал инвестиция, яъни активларнинг тўлиқ қиймати-ни тўламасдан гаров таъминот ёки маржа бадали ҳисобига фойда олиш имконини беради.

Ҳосила молиявий воситалардан фойдаланишнинг ижобий томони инвесторлар рискларини суғурталашида,

қўшимча фойда олиш имконини беришида кўзга ташланади. Салбий томонлари эса rischi юқори воситалар ҳисобланади, улар билан ишлаш ўзига хос алоҳида маъналикани талаб этади.

Жаҳон ҳамжамиятидаги инқирозли ҳолатларга қарамай, иқтисодиёт учун ҳосила молиявий воситалар аҳамияти тўғрисида турли тортитувлар мавжуд. Фикримизча, ҳосила молиявий воситалар зарурати қуйидагиларда кўзга ташланади:

– улар riskларни бошқариш имкониятини кенгайтиради, илгари мавжуд бўлмаган усуллар орқали молияни ва riskларни бошқаришни инвесторлар ҳамда эмитентларга тақдим қилиш йўли билан маъналикларни жойлаштириш, жалб этиш шароитини яхшилайти;

– талаб қилинган хусусиятли инвестицион портфелларни шакллантириш харажатларини қисқартиради, бозорнинг нархлар самарадорлиги ва ликвидлигини оширади.

Бугунги кунда ҳосила молиявий воситалар бозорининг қуйидаги ўзига хос хусусиятларини ажратиш кўрсатиш мумкин:

– ҳосила молиявий воситалар бозори ўз иштирокчилари учун кўплаб қўшимча имкониятлар яратади. У доимо ўзгариш туради, инвесторларнинг минимал бошланғич қўйилмалари ҳисобига даромад олиш имконини берувчи кўплаб мураккаб таркибий, молиявий воситалар ишлаб чиқилади;

– ушбу бозорда янги иштирокчилар сонининг кўпайиши билан янги турдаги битимлар ҳажмининг ортиши шиддатли хусусият касб этиб, бозорнинг ривожланиш кўрсаткичлари жадал суръатларда ўсишига олиб келади. Ҳосила молиявий воситалар билан операцияларнинг riskлик даражаси юқорилиги муайян тамойиллар асосида фаолият юритишни талаб қилади.

Тадиқотлар кўрсатадики, жаҳон иқтисодиётининг глобаллашуви ва интеграциялашуви ҳисобига ҳосила молиявий воситалар бозори ривожланишининг асосий тенден-

циялари кучайган. Бозор инфраструктураси ва унда олти-сотди қилинадиган воситалар таркибини ўрганиш бир қатор асосий инфратузилмавий, микротузилмавий тенденцияларни ошкор қилди.

Асосий инфратузилмавий ўзгаришларга қуйидагиларни мисол келтириш мумкин:

– ҳосила молиявий воситалар савдоси амалга ошириладиган биржалар ўз фаолиятида юқори натижаларга эришиш учун менежментга асосий эътибор қаратиши, натижада фаолияти самарадорлиги ортиши, воситачилик (комиссион) харажатлари камайиши, хизмат турларининг кўпайиши ва замонавий технологияларнинг жорий этилиши ҳисобига рақобатбардошлигини оширишга йўналтирилган тижоратининг кенгайиши;

– биржалар бизнесини мустаҳкамлаш ва бирлаштириш жараёнининг кучайиши. Ушбу жараённинг бир қисми сифатида биржалар бозорда ўз рақобатбардошлигини ошириш мақсадида харажатларини қисқартиришга мажбур бўлишди;

– биржалар савдосининг автоматлашуви. Биржаларнинг деривативлар савдосини автоматлаштиришга ўтиши битимларни тузиш жараёни тезлашишига, бу бозорлик-видлиги ва савдолар ҳажми ошишига олиб келди. Бошқа томондан, автоматлаштириш оқибатида яширин тизимли рискларнинг тўпланиши юз берди;

– биржаларнинг универсаллашуви. Биржалар бир нечта молиявий воситалар савдосини бир вақтда бир неча сегментда ташкил этиши мазкур тенденциянинг моҳиятини ёритади. Бу қуйидагиларга имкон беради:

- молия бозори келажакда ривожланишининг ягона стратегиясини режалаштириш;

- инсайдерлик маълумотларидан фойдаланиш ва нархлар манипуляцияси билан боғлиқ молиявий воситалар устида тузилган битимлар мониторингини олиб бориш;

- молия бозорининг турли сегментлари бўйича биржа рискларини тенг тақсимлаш.

Ҳосила молиявий воситалар бозорининг таркибий ўзга-

ришига тегишли микротузилмавий ўзгаришлар тадқиқот натижалари орқали қуйидагиларда кўринади:

– жаҳон молия бозорида тебранишларнинг ортиши базис активлар бозоридаги позицияларни суғурталаш заруратини юзага келтирди, бу деривативлар бозорига қизиқишни оширди;

– дефолтдан суғурталаш (дефолт своплар), фоиз деривативлар савдо ҳажмининг тез ўсиши, биринчидан, фоиз ставкалар даражасининг тез ўзгаришини, иккинчидан, жаҳонда молиявий ҳолатнинг ёмонлашуви оқибатида ёппасига дефолтлар содир бўлишининг ҳосила молиявий воситалар бозорининг кўплаб иштирокчилари томонидан кутилиши билан боғлиқ.

Бозор структурасининг шаклланиши билан деривативлар уюшган биржа бозорларида ва биржадан ташқари бозорларда олди-сотди қилиб борилмоқда. Биржадан ташқари деривативлар бозоридаги шартномалар бозор иштирокчилари ўртасида турли воситачиларсиз амалга оширилади, шунинг учун деривативларнинг биржа бозори биржадан ташқари бозордан бир неча баробар кичик.

Ҳосила молиявий воситалар бозорларида яратилган молиявий инновацияларнинг жадал ривожланиши 2008 йили бошланган жаҳон молиявий инқирози юзага келишига асосий сабалардан бири сифатида этироф этилиши бежизмас, албатта.

Аниқ бир бозор шароитида кенг тарқалмаган, ахборотларни, ликвидликни, рискларни, даромадларни ва молиявий ресурсларнинг самаралироқ қайта тақсимотини таъминловчи, бундай қайта тақсимлаш орқали қўшимча фойда олишни кўзлаган молиявий технологиялар – молиявий инновациялар тушунчасида кўзга ташланади.

Молиявий инновациялар кўпинча бозор орқали молиялаштириш воситалари: қимматли қоғозлар, яъни опционлар, фьючерслар, қарзли облигациялар, активлар, уй-жой ипотека билан таъминланган ва бошқа қимматли қоғозлар кўринишида стандартлашган битимлар шаклида пайдо бўлади. Стандартлашган битимлар уларни ту-

зишдаги вақтнинг тежалишига, харажатларнинг қисқаришига, рискларнинг камайишига ва бундай воситалар ликвидлиги ошишига олиб келади.

Назарий жиҳатдан молиявий инновациялар молиявий маҳсулотлар ва хизматлар турларини кўпайтириш ҳисобига молиявий воситачилик самарадорлигини оширишга хизмат қилади. Бунда, бир томондан, индивидуал жамфармаларга бўлган талаб, иккинчи томондан, янги маҳсулотни ишлаб чиқаришни кенгайтириш учун маблағ жалб қилишга талаб қондирилади. Капитал жамғарилишининг бундай жадаллашуви иқтисодий ўсишга олиб келади.<sup>91</sup>

Молиявий инновацияларнинг жадал ривожланишига асосий сабаб ўтган асрнинг 70 – 80-йилларида фоиз ставкалар ва валюта курслар тебраниши ҳамда инфляция суръатларининг тез ошиб бориши ҳисобланади. Бундай шароитда бозордаги рискларни хеджирлаш имконини берувчи самарали воситаларга талаб ортди, натижада ушбу муаммони бартараф этувчи янги молиявий технологиялар, воситалар жадал ривожланди. Молия бозорларида тузилган барча турдаги дериватив шартномаларнинг биржадан ташқари бозордаги жами номинал қиймати, Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотларича, 2009 йил якунига кўра 615 трлн АҚШ долларини ташкил этди. 2010 йил якунида бу кўрсаткич ўтган йилга нисбатан 3%га камайган (2.10-жадвалга ва 6-иловага қаранг). Сўнги ўн йил давомида молиявий деривативларнинг жаҳон бозори ҳажми 6 мартадан ортиққа кўпайган.

Деривативлар номинал қиймати 2008 йил июнь ҳолатига 684 трлн АҚШ долларини ташкил этиши глобал ЯИМдан 10 марта кўп демакдир (7-иловага қаранг). Базавий активи валюта, фоиз ставкаси, акциялар, товарлар бўлган

---

<sup>91</sup> Chou Yuan K. Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the Financial Sector Matters to the Real Economy // Journal of Economic Education. 2007. Vol.38. №1. – P.78 – 91.

## 2.10-жадвал

2000 – 2010 йилларда ҳосила молиявий воситаларнинг номинал қиймати  
(трлн АҚШ доллари)<sup>92</sup>

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Жами, жумладан	95	111	142	197	258	298	415	595	548	615	601
Валюта битимлари	16	17	18	24	29	31	40	56	44	49	58
Фоиз ставкаси учун битимлар	65	78	102	142	191	212	292	393	386	450	465
Акциялар билан боғлиқ битимлар	2	2	2	4	4	6	7	8	6	7	6
Хомашё товарларига битимлар	1	1	1	1	1	5	7	8	4	3	3
Дефолтдан сургунлаш (credit default swaps)	-	-	-	-	6	14	29	58	42	33	30

<sup>92</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org) – Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида тузилган.

барча деривативлар ҳажмида ўсиш тенденцияси кузатилган. Дефолтдан суғурталаниш воситаси ҳисобланган кредит дефолти своплари 2004 йилдаги 6 трлн АҚШ долларидан 2008 йил ярмида 57 трлн АҚШ долларига етган. Глобал молиявий-иқтисодий инқироз чуқурлашуви натижасида қарздорларнинг банкротга учраши ошса, дефолтдан суғурталовчи томонлар учун жиддий таҳдидлар юзага келди ва унинг ҳажми 2010 йили 30 трлн АҚШ долларига тушди.

Албатта, молиявий инновациялар ривожланишини молиявий эркинлаштиришнинг самарадорлиги билан боғлаш мумкин. Таъкидлаш жоизки, молиявий эркинлаштириш натижасида ресурсларни тақсимлаш такомиллашди, иқтисодий ўсишнинг барқарорлиги ортди, молиявий воситачиликнинг таннархи пасайди, рискни баҳолаш ва ундан ҳимояланиш имкониятлари кенгайди. Молиявий инновациялар ривожланишини технологияларнинг тараққиётисиз тасаввур этиб бўлмайди. Молия тизимига инновацион технологияларнинг жорий қилиниши техник-иқтисодий тараққиётнинг бир «тўлқини»дан бошқасига ўтиш учун зарур шарт-шароитларни юзага келтирди.<sup>93</sup>

Ёппасига молиявий инновациялар юзага келишига сабаб бўлган бошқа асосий омиллардан бири миллий молия бозорларига таъсир кўрсатувчи ҳукуматнинг тартибга солиш талаблари ўзгариши ҳисобланади, яъни бу миллий назорат органлари томонидан активлар сифати ва кредит ташкилотлари капитали етарлилигига қўйилган талаблар кучайгани орқали намоён бўлди. Мазкур активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар каби молиявий воситалар юзага келишига олиб келди. Бундай омилларнинг ўзаро таъсири рискларни камайтирувчи, ортиқча ликвидликни пайдо қилувчи, молия бозори фао-

---

<sup>93</sup> Сергиенко Я. О финансовом механизме длинноволновых технико-экономических изменений // Вопросы экономики. 2004. №1.

лиятидаги янги шартларга жавоб берадиган капитал ва қарз мажбуриятларини юзага келтирувчи инновацион молиявий воситаларга талабнинг жадал ўсишига туртки берди.

Бироқ молиявий инновацияларнинг баҳолар динамикасига нисбатан бир текис таъсирга эгамаслигини ҳам қайд этиш жоиз. Бошқача айтганда, молиявий инновациялар таъсири натижасида баҳо мавжуд шарт-шароитларга нисбатан янада таъсирчан бўлиб қолади. Молиявий инновацияларнинг сезиларли даражада ноаниқлиги шароитида баҳолар тебранувчанлигининг ортиш эҳтимоли юқори.<sup>94</sup>

Бугунги кунда инвестицион банклар томонидан таклиф этилаётган молиявий маҳсулотлар турли-туманлиги ва сон жиҳатдан кўплиги билан тавсифланади. Тадқиқот натижалари кўрсатадики, инвестицион банклар янги молиявий воситаларни яратиш жараёнини ҳаракатга келтирувчи асосий куч ҳисобланади. Бунга сабаб уларнинг асосий фаолияти молиявий воситачилик, яъни молиявий хизматларни таклиф этишдан иборатлигидир.

Молиявий инновацияларнинг асосий қисми ҳосила молиявий воситалар гуруҳига тўғри келади. Дастлаб улар халқаро бозорларда тарқалишади, сўнгра миллий бозорларга кириб келади. Миллий бозорларга молиявий инновацияларни тарқалиши ва кириб келиши давлатнинг тартибга солувчи органлари томонидан бозор қатнашчилари иш тартибига ва уларга қўйилган чекловларга тўсқинлик қилади. Халқаро бозорларда бундай тартиблар бўлмади, шунинг учун улар молиявий инновациялар маконидир.

Молия бозорида амалга ошириладиган инновацияларни икки гуруҳга бўлиш мумкин:

---

<sup>94</sup> Citanna Alessandro. Financial Innovation and Price Volatility // HEC Department of Economics Working Paper №685/1999. March 2000 (<http://ssrn.com/abstract=260912>).

1. Молия бозорида янги воситаларнинг жорий этилиши. Бундай инновацияларга бугунги кунда одатий тус олган ҳосила молиявий воситаларни, яъни своплар, фьючерслар, форвардлар ҳамда деривативлар бозорининг инновацион молиявий маҳсулотлари – свопционлар, кредит деривативлар ва бошқаларни келтириш мумкин.

2. Субъектларнинг инновацион фаолиятини молиявий таъминлаш, молиявий ва инновацион рискларни суғурталаш, савдо ҳажмини кўпайтириш, инвестицион ресурсларни жалб этиш, корхона даромадини ошириш мақсадида муддатли ва кредит, валюта ва фонд бозорларидаги турли инновацион молиявий маҳсулотларни ташкил этиш имконини берувчи молия бозоридаги воситаларнинг янги (инновацион) бирикмалари. Бундай молия бозоридаги инновацион бирикмаларга венчурли молиялаштириш, форфейтинг, франчайзинг, махсус қимматли қоғозларнинг чиқарилиши ва бошқаларни киритиш мумкин.

Фикримизча, юқоридаги инновацион молиявий маҳсулотлар иқтисодиётда молия инжиниринги сифатида фаол яратувчилик фаолиятини олиб боради.

Молия бозорининг барча сегментларида фойдаланиладиган молиявий инновацияларни асосан уч гуруҳга бўлиш мумкин.

- своплар;
- опционлар;
- форвардлар.

Юқорида келтирилган молиявий деривативлар ҳажмининг жадал ўсишига ва молиявий маҳсулотлар турли-туманлигига қарамай, кредит деривативлар гуруҳи алоҳида ажралиб туради. Ҳар бир восита ўз шакли ва амалиётда қўлланишига кўра турлича, улар молиявий инновациялар шаклида молия бозорининг барча сегментларига кириб борган.

Кредит деривативлар гуруҳи молиявий инновацияларнинг муҳим шаклларидан биридир. Жаҳон молия бозори тараққиётининг ҳозирги босқичида кредит деривативлари ўз активлари ва рискларни ажратиб сотиш имконини

берувчи таркибий молиявий восита сифатида аниқлашимиз мумкин.

Кредит деривативлари кўп функцияли молиявий восита ҳисобланади. Улар қуйидаги вазифаларни бажаришади:

- кредит рискларидан хеджирлаш;
- рискларни деверсификациялаш;
- қарз олиш шартларини яхшилаш;
- даромадлилик даражасини ошириш;
- облигацияларни қайта гуруҳлаш;
- трансакцион харажатларни камайтириш.

Кредит деривативлари етарлича мураккаблиги билан 2008 йили бошланган жаҳон молиявий инқирози чуқурлашишига ҳамда жадаллашишига олиб келган асосий сабаблардан бири бўлди. Фикримизча, кредит деривативлар бозорида инқирознинг юзага келишига асосий сабаб қуйидагилардан иборат:

– биринчидан, берилган кредитлар ҳажмига нисбатан кредит деривативлар орқали тузилган битимлар ҳажми бир неча баробар ортиқ бўлган;

– иккинчидан, ушбу бозор шаффофлигининг мавжудмаслиги, мавжуд рисклар ва бундай воситалар ҳажмини баҳолаш имкони йўқлиги;

– учинчидан, кредит деривативлар билан боғлиқ операцияларга жуда кўп сонли иштирокчилар жалб этилгани. Кўп босқичли ўзаро боғлиқ операциялар чизмаси унинг иштирокчиларига бундай молиявий маҳсулотни тўлиқ англаб олиш имконини бермади, уларни сотиб олувчилар тўлиқ рейтинг агентликлари баҳосига ишонишга мажбур бўлдилар.

Тақдиқотларнинг кўрсатишича, деривативлар бозори жаҳон молиявий инқирозигача бўлган даврда энг йирик кўрсаткичларига 2008 йилнинг июнь ойида эришган. Фоиз деривативлар (67%) ва кредит дефолт своплари (8%) биргаликда барча битимларнинг ялпи номинал қиймати-га нисбатан биржадан ташқари бозорда умумий деривативлар бозорининг 75%ни ўзида мужассамлайди (2.11-

жадвал ва 7-иловага қаранг). Ушбу жадвал ва 7-илова маълумотлари асосида ҳосила молиявий воситаларнинг бозор қийматини таҳлил қиламиз. 2008 йилга келиб биржадан ташқари бозорларда деривативлар бўйича тузилган шартномаларнинг бозор қиймати 20 трлн АҚШ долларидан ошган. Таҳлилларнинг кўринадики, базавий активи валюта, фоиз ставкаси, товар бўлган ҳосила молиявий воситалар орасида свопплар ялпи бозор қиймати жиҳатидан юқори салмоқни ташкил қилган.

## 2.11-жадвал

**Глобал биржадан ташқари деривативлар  
бозори, млрд АҚШ доллари  
(2008 йилнинг июнь ойи ҳолатига)<sup>95</sup>**

Бозор сегменти	Барча битимларнинг ялпи номинал қиймати	Ялпи бозор қиймати
Валюта деривативлари (Foreign exchange derivatives)	62 983	2262
Фоизли деривативлар (Interest rate derivatives)	458 304	9263
Акцияларга деривативлар (Equity-linked derivatives)	10 177	1146
Товар деривативлари (Commodity derivatives)	13 229	2209
Кредит дефолт свопплари (Credit default swaps)	57 325	3172
Бошқалар (тақсимланмаган)	81 708	2301
<b>Жами</b>	<b>683 725</b>	<b>20 353</b>

<sup>95</sup> Халқаро ҳисоб-китоблар банки ҳисобот маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

Молиявий инновациялар вужудга келишининг асосий йўналишларидан бири турли активларни қимматли қоғозларга айлантириб, уларни қайта тақсимлаш операцияларини ўзида мужассамлаштирган секьюритизациялаш жараёни саналади. Активлар ҳаракатидан юзага келадиган ҳар қандай ҳозирги ва келажакдаги пул оқимини секьюритизациялаш мумкин.

Фикримизча, активлар секьюритизацияси ҳаракатсиз активларни турли пул оқимлари ва активлар билан таъминлаб, ликвидли қимматли қоғозларга айлантириш орқали ҳаракатга келтириш жараёни ҳисобланади.

Ҳозирги кунда активлар секьюритизациясига асосланган қимматли қоғозларнинг айримларини қуйида келтирамиз:

– CDO (collateralized debt obligation) – қарзли мажбуриятлар (облигациялар ва кредитлар) билан таъминланган облигациялар;

– CBO (collateralized bond obligations) – қарз қимматли қоғозлари ҳисобига таъминланган облигациялар;

– ABS (asset-backed securities) – активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар (автокредитлар, истеъмол кредитлари, кредит карточкалар, лизинг шартномалари, кичик ва ўрта бизнесга кредитлар, келажакда режалаштирилган тушумларни (масалан, хизматлар тўловини олиш бўйича тилхатлар) ҳам қамраб олади);

– MBS (mortgage-backed securities) – ипотекага асосланган қимматли қоғозлар;

– RMBS (residential mortgage-backed securities) – уй-жой билан таъминланган қимматли қоғозлар;

– CMBS (commercial mortgage-backed securities) – тижорат-кўчмас мулк объектлари билан таъминланган қимматли қоғозлар;

– CDS (credit default swap) – инвесторни кредит қайтмаслигидан кафолатловчи қимматли қоғозлар.

«Активлар секьюритизацияси» ва «банк активлари секьюритизацияси» тушунчаларини аниқлашда бир хил фикрларнинг мавжудмаслиги бошқа турдаги молиялаш-

тириш шаклларига қараганда активлар секьюритизацияси ривожланишига тўсиқ бўлмақда.

Фикримизча, активлар секьюритизациясини молиялаштиришнинг бошқа шаклларида ажратиб турувчи учта асосий хусусияти мавжуд:

– банк ёки корхона активларини баланс ҳисобидан чиқариш. Бу корхонанинг ўз хўжалик рискни соф активлар рискдан ажратиш имконини беради, капиталнинг иқтисодини таъминлайди;

– қимматли қоғозларнинг эмиссия қилиб таъминланиши. Унинг кафолати талабгорлар ва қўшимча кредит ҳажми билан таъминланади;

– кириб келувчи (cash in flow) ва чиқиб кетувчи (cash out flow) пул оқимлари. Активлар ҳаракатидан олинган фойда ва фоиз тўловлари орали улар таъминоти билан чиқарилган қимматли қоғозларнинг харажатлари қопланади. Тўловлар ўзаро миқдори, валюта тури ва вақти бўйича ҳосила молиявий воситалар, махсус захиралар (reserve accounts, spread accounts) ва бошқа ликвидликни оширувчи воситалар ёрдамида мувофиқлаштирилади.

Юқоридаги уч хусусият мужассамлашган молиявий операцияларни активлар секьюритизацияси сифатида таснифлаш мумкин.

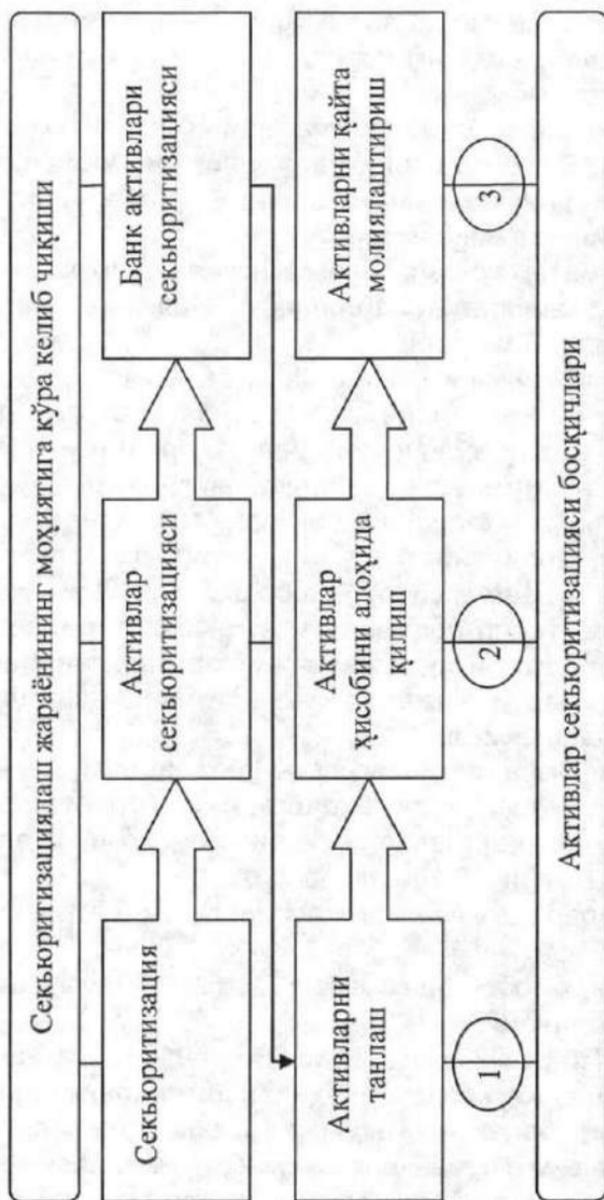
Фикримизча, активлар секьюритизацияси секьюритизациялаш жараёнининг бир шакли, банк активлари секьюритизацияси активлар секьюритизациясининг бир кўриниши саналади (2.16-расмга қаранг).

Активлар секьюритизацияси уч босқичда амалга оширилади.

Биринчи босқичда секьюритизацияланадиган активлар танлаб олинади.

Иккинчи босқичда секьюритизацияланадиган активлар корхонадан ҳисобидан алоҳидалаштирилади, яъни бунда корхона балансидаги бошқа активлардан ажратиб олинади. Мазкур жараённинг шуниси муҳимки, секьюритизацияланадиган активларни корхона балансидан ажратиш уни тўлиқ сотиш (True sale) йўли орқали амалга ошири-

2.16-расм. Секьюритизациялаш жараёнининг ривожланиши, активлар секьюритизацияси босқичлари<sup>96</sup>



<sup>96</sup> Тадқиқот натижаларига асосланиб муаллифлар томонидан шакллантирилган.

лади. Фақат активларни тўлиқ сотиш орқали ўз капиталининг етарлилигига қўйилган мажбурий талаблардан қутулиш мумкин. Секьюритизацияланадиган активлар тартибга солувчи томонидан тўлиқ сотилгани тан олинмаса, улар таъминланган қарзлар сифатида таснифланади ва капиталнинг етарлилигига қўйилган мажбурий талаблар ҳажмини камайтирмайди.

Учинчи босқичда секьюритизацияланадиган активлар қимматли қоғозлар бозори орқали қайта молиялаштирилади.

Активлар секьюритизациясида активларни корхона балансидан қисман ёки бутунлай ҳисобдан чиқариш мумкин. Ҳосила молиявий воситалар ёрдамида корхонанинг фақат секьюритизацияланадиган активлари билан боғлиқ рискларининг камайтирилиши амалиётда синтетик секьюритизация сифатида ўз ўрнига эга.

Фикримизча, банк активлар секьюритизацияси баланسدан қисман ёки тўлиқ ҳисобдан чиқарилган алоҳида банк активлари ва пул оқимлари билан таъминланган қимматли қоғозларни чиқариш орқали пул маблағларини банкка жалб этиш механизмидир. Банк активлари секьюритизацияси, одатда, банк кредитлари ва қарз қимматли қоғозлари орқали амалга оширилади. Банклар ўзлари ва бошқаларнинг қарз қимматли қоғозлари ҳисобига таъминланган облигацияларни (Collateralized Bond Obligations (CBO)) чиқаришади. Улар қарз мажбуриятлари, яъни кредитлар ва қарз қимматли қоғозлар билан таъминланган облигацияларни (Collateralized Debt Obligations (CDO)) ҳам эмиссия қилишади.

Банк активлари секьюритизацияси ўзида қуйидаги асосий хусусиятларни мужассамлаштиради:

- банкларга молиявий ресурсларни жалб қилади;
- қимматли қоғозлар эмиссияси орқали пул маблағлари жамғаради;
- секьюритизацияланган активлар ва пул оқимлари муддати, валюта тури ҳамда тўловлар ҳажми билан қимматли қоғозлар эмиссиясини таъминлайди;

– секьюритизациялаш объекти банк активлари ҳисобланади;

– банк активлари секьюритизацияси баланسدан ташқари хусусият касб этади.

Фикримизча, активларни секьюритизациялаш жараёни ўз иштирокчиларига бир қатор афзалликларни тақдим этади.

Банклар, ипотека ва суғурта компаниялари ҳамда давлат корхоналари бўлган оригинаторлар қуйидаги бир қатор сабабларга кўра ўз активларини секьюритизациялайдилар:

– секьюритизацияланган активларни махсус юридик шахсларга (SPV) сотиш ҳисобига молиявий маблағларни жалб этиш;

– жамғариш самарадорлигининг ошиши одатдаги молиялаштириш шаклларига қараганда харажатларни камайтиради ва муддатини узайтиради;

– активлар rischi орқали кредит рискларининг чекланиши. Секьюритизация натижасида оригинаторда кредит riskлари қолмайди ёки унинг кредит riskи кредит сифатини ошириш учун тақдим этган маълум сумма орқали чекланади. Айни пайтда, оригинатор активлар бўйича келажакдаги даромадларни олиш имкониятини ўзида сақлаб қолиши мумкин;

– баланс кўрсаткичларининг яхшиланиши. Секьюритизация орқали активларнинг тўлиқ сотилиши оригинатор балансидан уларни ҳисобдан чиқарилишига олиб келади ва пул маблағлари билан ўрнини алмаштиради. Бу корхонанинг мос баланс кўрсаткичлари ижобий томонга ўзгаришига олиб келади;

– активларни таъминлаш учун кичик капиталнинг етарлилиги янги турда қарз олиш имконияти ва қобилиятини оширади. Базель қўмитаси талабларига кўра, молиявий ташкилотлар riskли активларга қарши етарлича капитал ҳажмига эга бўлиши зарур. Бухгалтерия ҳисоби бўйича секьюритизация жараёнида активлар қарзга берилмайди, балки сотилади. Бу секьюритизациялаш жараёни ҳисо-

бига қарзни балансда кўрсатмасдан, бошқа манбалар орқали молиялаштириш сифатида қайд этилишига олиб келади ва рискли активларга нисбатан капиталнинг етарлилигига қўйилган талабнинг қисқаришига сабаб бўлади;

– турли молиялаштириш манбаларига эгалик. Секьюритизация жараёни оригинаторга молиялаштириш манбаларини диверсификациялаш ва ўз қимматли қоғозларини эмиссия қилмасдан капитал бозорига чиқиш имконини беради;

– молиялаштириш қийматининг камайиши. Банклар ва бошқа турли молиялаштириш шаклларида қараганда секьюритизациялаш жараёнининг харажатлари кам бўлиши мумкин. Оригинатор балансининг кредит сифатига қараганда секьюритизацияланувчи активлар кредит сифатининг юқори бўлиши уларнинг қисқа вақт ичида ўз ўрнини топишига шароит яратади;

– активлар ва пассивларни баланслаштиришда активлар секьюритизацияси қулай воситалардан биридир.

Фикримизча, секьюритизацияланадиган активлар қуйидаги хусусиятларга эга бўлиши лозим:

– пул оқими муддати ва тўловлар ҳажми бўйича режалаштирилган ҳамда етарлича тартибли бўлиши зарур;

– секьюритизацияланадиган активлар оригинатордан ажратилган бўлиши керак, яъни қонуний-меъёрий ҳужжатларда бундай активлар бўйича талабларга қаршиликсиз йўл қўйиб бериш тартиблари кўрсатилиши лозим;

– етарли миқдор (ҳажм) бўлиши керак;

– қарздорлар географик жиҳатдан ёки бошқа турли диверсификацияланиши даркор;

– активларнинг хусусиятлари юқори даражада стандартлаштирилиши керак;

– кириб келувчи (ипотека ва бошқа кредитлар, қарзли ҳамда турли активлар бўйича фоиз ставкалари) ва чиқиб кетувчи тўловлар (қимматли қоғозлар даромади) орасида етарлича фарқ (маржа) бўлиши зарур.

Активлар секьюритизация жараёнининг асосий элементлари қуйидаги операцияларда кўзга ташланади:

– корхона (оригинатор) активларини қайтариб олмаслик ҳуқуқи билан ёки чекланган ҳуқуқ (Non- ёки Limited recourse) доирасида сотиш;

– активларни қимматли қоғозларни чиқариш орқали қайта молиялаштириш мақсадида махсус тузилган хўжалик юритувчи ташкилот (ММТ) қўшимча таъминот (Credit and Liquidity Enhancements) билан банкротликдан ҳимояланган ва мустақил фаолият юритувчи юридик шахс ҳисобланади (Bankruptcy-remote Special Purpose Vehicle, SPV);

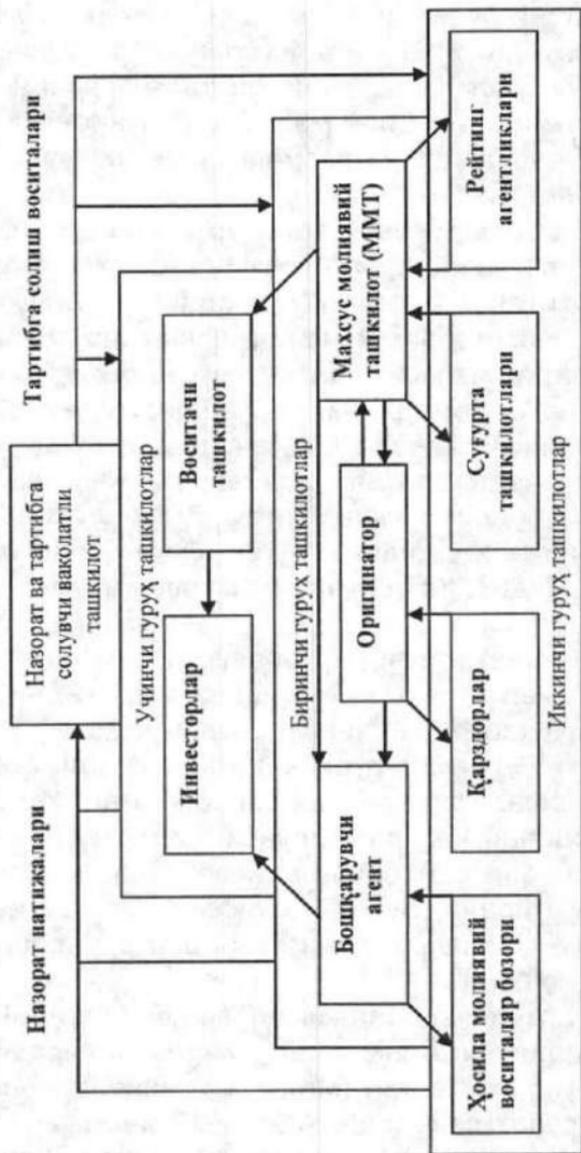
– активлар секьюритизациясига асосланган турли шаклдаги қимматли қоғозларга замонавий ва тўлиқ кафолатланган хизмат кўрсатиш учун ҳуқуқий асос билан валюта ва фоиз свопларидан, аниқ бир фоиз асосида маблағлар қўйилганини кафолатловчи инвестицион сертификатлардан (Guaranteed Investment Certificate) ва бошқа турли деривативлардан фойдаланишга имкон берилади;

– инвесторлар қимматли қоғозлари бўйича мажбуриятларни бажариш ва таъминлаш мақсадида гаров сифатида сотилган активлар қолдирилади ёки уларни таъминлашдаги барча ҳуқуқи билан ишочли шахсга (бошқарувчи агент) топширилади. Ишончли шахс мазкур ҳуқуқдан инвесторлар манфаатлари йўлида фойдаланади (2.17-расмга қаранг).

Активлар секьюритизацияси жараёнида иштирокчилар ўртасида юзага келадиган муносабатларни асосан қуйидаги беш гуруҳга бўлиш мумкин:

– оригинатор ва ММТ ўртасидаги муносабатлар. Бунда секьюритизация учун мўлжалланган активларни оригинатор балансидан ажратиш ва ММТга сотиш. Оригинатор ва ММТ ўртасида оригинаторнинг сервис хизматлари агенти сифатида фаолият юритиши бўйича «топшириқ шартномаси» тузилади. Бунда сервис хизматлари агенти вазифасини бошқарувчи агентлар ҳам бажариши мумкинлиги кўрсатилиши лозим. Бу каби муносабатларнинг юз бериши «сотмоқ» тушунчасининг иқтисодий жиҳатдан бир маъноси «мулк ҳуқуқининг бошқа шахсга ўтиши» экани билан боғлиқлигини кўрсатади;

2.17-расм. Активлар секьюритизацияси жараёни ва ундаги иштирокчилар гуруҳи<sup>97</sup>



<sup>97</sup> Тадқиқот натижаларига асосланиб муаллифлар томонидан шакллантирилган.

– ММТ ва инвесторлар ўртасидаги муносабатлар. Инвесторлар даромадлилиги ва рейтинги юқори қимматли қоғозларга эга бўлишни хоҳлашади. Мазкур хусусият активлар секьюритизациясига асосланган қимматли қоғозларда кўзга ташланади. Қимматли қоғозларнинг активлар билан таъминотига бир эмас, бир нечта ташкилотлар масъул бўладилар (2.17-расмдаги иккинчи гуруҳ ташкилотлар бунга мисол);

– ММТ ва бошқарувчи агент ўртасидаги муносабатлар. ММТ ва инвесторлар ўртасида бошқарувчи агент муҳим воситачи ташкилот ҳисобланади. Бошқарувчи ташкилот инвесторлар манфаатларини ҳимояловчи, активлар билан таъминланган қимматли қоғозларни сўндириш ва даромадларини тўлаб беришда асосий воситачи ролини бажаради. Бу эса активлар бўйича тўловларнинг (фоиз ва капитал тўловлар) кечикиши ёки тўланмаслигининг олдини олиш учун сервис хизматлари ағенти (оригинатор) фаолиятини текшириб бориш заруратини кўрсатади, ММТ орқали бу жараён амалга оширилади;

– бошқа иштирокчилар орасидаги муносабатлар. Мазкур активлар секьюритизацияси жараёни иштирокчиларининг ҳосила молиявий бозори орқали тўловлар ва қимматли қоғозлар рискин камайтириш бўйича амалга оширадиган операцияларида юзага келадиган, ушбу жараёни назорат қилувчи ва тартибга солувчи ваколатли ташкилот билан муносабатларни ўзида мужассамлаштиради. Бу каби муносабатлар активларни секьюритизациялаш механизмини барқарорлаштиришга хизмат қилади.

Ипотекага асосланган қимматли қоғозлар (MBS) секьюритизацияланган активлар жумласига киради, айни пайтда, тузилмалашган (structured) инновацион молиявий маҳсулот саналади. Агар MBS инструментининг сотуви бўйича дастлабки битим 1970 йили Ginnie Mae билан тузилган, 2005 йилга келиб «Bond Market Association» баҳоларига кўра биргина АҚШда тузилма-

лашган молиявий маҳсулотлар бозори 8 трлн АҚШ долларидан ошган.<sup>98</sup>

Фикримизча, ҳосила молиявий воситалар бозоридаги операцияларнинг рисклилик даражаси юқорилиги ушбу бозорда иккита асосий муаммо шаклланишига асос бўлади. Биринчидан, молия тизимига салбий таъсир кўрсатиш мақсадида улардан атайлаб фойдаланиш, иккинчидан, ҳосила молиявий воситалардан нотўғри ва малакасиз фойдаланиш иқтисодий барқарорликка хавф солади.

Мамлакатимизда иқтисодиётни модернизациялаш шароитида молиявий инновациялар билан боғлиқ операцияларнинг тижорат банклари томонидан амалга оширилишига бир қатор тўсиқлар мавжудлиги улар тараққиётини секинлаштирмоқда.

Биринчидан, молиявий инновацияларнинг юридик мақоми аниқ белгилаб берилмаган. Иккинчидан, улар билан операцияларни аниқ тартибга солувчи қонун ости меъёрий ҳужжатлар мавжудмас. Учунчидан, миллий бухгалтериямизда уларнинг ҳисобини юритиш механизми ишлаб чиқилмаган.

Умуман, сўнги пайтларда инновацион молиявий маҳсулотлар, айниқса, ҳосила молиявий воситалар ҳажмининг сезиларли даражада ортиши ва уни тартибга солишнинг самарали тизими шакллантирилмагани молия ва реал сектор ўртасида кескин номутаносибликнинг юзага келишига, инқироз даврида молия бозорида беқарорликнинг ортишига туртки берди. Уларнинг микродаражада рискларни хеджирлаш, камайтириш, бошқариш ва фойда олиш имкониятини яратишини, аммо пировардида иқтисодиётда тизимли рискларни юзага келтиришини молия бозорини ривожлантириш ва барқарорлигини таъминлашда инобатга олган маъқул.

---

<sup>98</sup> Смирнов А. Кредитный «пузырь» и перколяция финансового рынка // Вопросы экономики. 2008. №10. – С.6 – 31.

#### 2.4. Жаҳон иқтисодиётида инвестиция фондлари ривожланишининг жорий ҳолати таҳлили

Ушбу бўлимда ривожланган давлатлар мисолида АҚШ ва Европа инвестиция фондларининг ривожланиш тенденцияларини баҳолашга интиламиз. Чунончи, АҚШ ва Европанинг бутун дунё очик турдаги инвестиция фондлари жами соф активларидаги улуши қарийб 80 фоизни ташкил этади.

Тадқиқотларга асосланиб тараққий этган давлатларда инвестиция фондларининг бундай ривожланишини рағбатлантирган омиллар сифатида куйидагиларни ажратиш мумкин:

– ошиб бораётган вақтинчалик бўш пул маблағларини сақлаш зарурати;

– инвестиция фондлари ёрдамида фонд бозорига инвестиция қилишнинг қулайлиги, моддий ва вақт билан боғлиқ чиқимларнинг камлиги;

– фонд бозори кўламининг юқори суръатларда ўсиши;

– жамғариб бориладиган пенсия тизимига ўтилиши;

– инвестиция фондларида пенсия маблағларини жамғаришга рухсат этилиши;

– инвестиция фондларининг воситачилик ҳақи миқдорининг қисқариши ва инвестициялаш кўламларининг ортиши;

– юқори инфляция шароитида банкдаги қўйилмалар бўйича максимал даромад миқдорининг ҳуқуқий-меъёрий жиҳатдан чеклаб қўйилиши;

– инвестиция фондларидаги ахборот шаффофлиги ва унинг қатъий тартибга солиниши.

Глобал молиявий инқирознинг чуқурлашуви шароитида дунёнинг етакчи фонд биржалари индекслари кескин тушиб, қимматли қоғозлар баҳосида пасайиш тенденцияси мавжуд бўларкан, бундан инвесторлар ва уй хўжаликлари ресурсларини жалб этувчи, уларни асосан қимматли қоғозларга инвестиция қилувчи инвестиция фондлари катта талафот кўриши табиий эди.

Тадқиқотларнинг кўрсатишича, 2008 йили глобал молиявий инқироз шароитида халқаро очиқ турдаги инвестиция фондлари соф активлари 2007 йилга нисбатан кескин пасайган. Хусусан, бутун дунё очиқ турдаги инвестиция фондлари соф активлари 2007 йилга нисбатан 27,4 фоизга камайган. Бунда энг катта пасайиш (44,6%) Осиё ва Тинч океани ҳавзаси давлатлари инвестиция фондлари ҳиссасига тўғри келган. Шунга қарамай, 2009 йили инвестиция фондлари активларида ўсиш кузатилди. 2005 – 2010 йиллар мобайнида халқаро ўзаро инвестиция фондлари таҳлили кўрсатдики, Африкада инвестиция фондлари активлари дунёнинг бошқа қитъаларига нисбатан тез суръатларда ўсган (2.12-жадвалга қаранг).

2010 йилга келиб дунёдаги барча очиқ турдаги инвестиция фондларининг соф активлари 2005 йилга нисбатан 39,1 фоизга ошган. 2010 йили АҚШнинг жами очиқ турдаги инвестиция фондлари соф активларидаги салмоғи қарийб 48 фоизни ташкил этган. Европанинг ушбу кўрсаткичи эса 32 фоизга етади. Европа давлатлари ичида Люксембург инвестиция фондлари ривожланиши бўйича етакчи ҳисобланади. Унинг инвестиция фондлари соф активлари 2010 йили 2,7 трлн АҚШ долларини ташкил этган, Европа очиқ инвестиция активлари таркибида 31,8 фоиз салмоққа эга бўлган.

Энди АҚШ инвестиция фондлари ривожланишини батафсил таҳлил этамиз.

2010 йили АҚШда инвестиция фондлари сони 16 090 тани ташкил этган (2.13-жадвалга қаранг). Бу эса 1995 йилга нисбатан 3152 тага кам демакдир. АҚШда инвестиция фондлари таркибида бирлашган инвестиция трастлари сони 1995 – 2010 йиллари кескин камайган, бу умумий инвестиция фондлари сони камайишига олиб келган. Айни пайтда, биржада акциялари котировкаланган фондлар (exchange-traded funds, ETFs) сони таҳлил қилинаётган даврда юқори суръатларда ошган.

Шунга қарамай, 2010 йили АҚШ инвестиция фонда-

2.12-жадвал  
**Дунёдаги очик турдаги инвестиция фондларининг ялли соф активи динамикаси,**  
**млрд АҚШ доллари<sup>99</sup>**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010 йилда 2005 йилга нисбатан ўзгариш, %да
Бутун дунё	17757,4	21808,8	26132,3	18920,0	22952,8	24698,6	+39,1
Америка қитъаси	9750,2	11470,5	13423,9	10581,9	12585,8	13586,9	+39,3
Жумладан, АҚШ	8891,1	10397,9	12002,2	9603,6	11120,2	11820,7	+32,9
Европа	6002,3	7803,9	8934,9	6231,1	7545,5	7902,8	+31,7
Жумладан, Люксембург	1635,8	2188,3	2685,1	1860,8	2294,0	2512,9	+53,6
Осиё ва Тинч океани хавзаси	1939,3	2456,5	3678,3	2037,5	2715,2	3067,3	+58,2
Африка	65,6	78,0	95,2	69,4	106,3	141,6	+115,9

<sup>99</sup> Инвестиция компанияси институтининг 2010 йил ҳисобот маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

## 2.13-жадвал

АҚШ инвестиция фондлари сонининг ўзгариши<sup>100</sup>

	Очиқ турдаги фондлар (mutual funds)	Ёпиқ турдаги фондлар (closed-end funds)	Биржада акциялари котировка қилинадиган фондлар (exchange-traded funds, ETFs)	Бирлашган инвестиция трастлари (unit investment trusts)	Жами инвестиция фондлари
1995	5761	500	2	12 979	19 242
1996	6293	497	19	11 764	18 573
1997	6778	487	19	11 593	18 877
1998	7489	492	29	10 966	18 976
1999	8004	512	30	10 414	18 960
2000	8371	482	80	10 072	19 005
2001	8519	492	102	9295	18 408
2002	8512	545	113	8303	17 473
2003	8427	584	119	7233	16 363
2004	8419	619	152	6499	15 689
2005	8451	635	204	6019	15 309
2006	8721	647	359	5907	15 634
2007	8747	664	629	6030	16 070
2008	8884	643	743	5984	16 254
2009	8617	628	820	6049	16 114
2010	8545	624	950	5971	16 090

ри таркибида энг катта салмоқ очиқ турдаги инвестиция фондларига тааллуқли бўлган.

АҚШда очиқ турдаги инвестиция фондлари муомалага чиқарган қимматли қоғозларни жорий соф актив қийматида (Net asset value – NAV) қайтариб сотиб олишга тайёр туришлари лозим. Соф актив қиймати фонд жами активлари бозор қийматини фонд мажбуриятларини чегириб ташлаган ҳолда муомаладаги фонд акциялари сонига бўлиш орқали аниқланади.

1990 йилга келиб АҚШ очиқ турдаги инвестиция

<sup>100</sup> Investment Company Fact book 2011. – P.16.

фондлари активлари 1 трлн АҚШ долларидан ошган, 2010 йил 1 январь ҳолатига 11,1 трлн АҚШ долларини ташкил қилган. Бироқ бу инвестиция фондлари томонидан эришилган энг юқори натижа ҳисобланмайди. Глобал молиявий инқирозга қадар 2008 йил 1 январь ҳолатига АҚШдаги очиқ турдаги инвестиция фондлари активлари 12,0 трлн АҚШ долларига етганди. 2009 йил бошида ўзаро инвестиция фондлари активлари сезиларли даражада (-20%) қисқарди ва 9,6 трлн долларни ташкил этди. 2009 йили ўзаро инвестиция фондлари активларининг 85 фоизи уй хўжаликларига тегишли бўлган. 2009 йил давомида жаҳон иқтисодиётидаги жонланиш туфайли инвестиция фондлари активлари ўса бошлади.

2011 йил 1 январь ҳолатига АҚШ очиқ турдаги инвестиция фондлари умумий соф активларининг жами инвестиция фондлари активлари таркибидаги салмоғи 90,2 фоизни ташкил этган.

2010 йил мобайнида АҚШ барча турдаги инвестиция фондлари активлари қийматида ўсиш кузатилган (2.14-жадвалга қаранг). Хусусан, жорий йилда 2009 йилга нисбатан ўсиш очиқ турдаги инвестиция фондлари, ёпиқ турдаги инвестиция фондлари, ETFs, инвестиция трастларида мос равишда 6,3%, 7,1%, 27,7% ва 34,2 %ни ташкил этган.

Таҳлилларимизнинг кўрсатишича, сўнгги ўн йилликда биржада акциялари котировкаланадиган фондлар активлари юқори суръатларда ошган. Бу эса кейинги пайтларда ETFsларнинг роли ортаётганидан далолат. Зеро, 2010 йилга келиб мазкур инвестиция фондлари активлари 1995 йилга нисбатан 992 мартага кўпайган.

Сўнгги пайтларда молиявий воситачилик ролига бўлган рақобат янада кескин тус олаёпти, бунда тижорат банклари салмоғи пасайиш, инвестицион фондлар салмоғи, аксинча, ўсиш тенденциясига эга. Бу эса инвестиция фондларининг молия бозори барқарорлигини ошириш, хусусий инвесторлар учун рискни камайти-

2.14-жадвал

### АҚШ инвестиция фондларининг умумий соф активлари (йил охирига, млрд АҚШ доллари)<sup>101</sup>

Йил	Очиқ турдаги фондлар (mutual funds)	Ёпиқ турдаги фондлар (closed-end funds)	Биржада акциялари котировка қилинадиган фондлар (exchange-traded funds, ETFs)	Бирлашган инвестиция трастлари (unit investment trusts)	Жами инвестиция фондлари
1995	2811	143	1	73	3028
1996	3526	147	2	72	3747
1997	4468	152	7	85	4712
1998	5525	156	16	94	5791
1999	6846	147	34	92	7119
2000	6965	143	66	74	7248
2001	6975	141	83	49	7248
2002	6390	159	102	36	6687
2003	7414	214	151	36	7815
2004	8107	254	228	37	8626
2005	8905	277	301	41	9524
2006	10 397	298	423	50	11 167
2007	12 002	313	608	53	12 977
2008	9601	188	531	29	10 349
2009	11 121	225	777	38	12 161
2010	11 821	241	992	51	13 104

<sup>101</sup> Манба: 2010 Investment Company Fact Book, [www.ici.org](http://www.ici.org)

риш, инвестицион маблағлар ўсишини таъминлаш, қўйилма қилувчилар даромадларини кўпайтириш, инвестицион қўйилмаларнинг янги шаклларига нисбатан талабни юксалтиришга хизмат қилиши билан белгиладнади.

Глобал молиявий инқирознинг молия бозори барқарорлигига салбий таъсирини юмшатиш, айниқса, уй хўжаликларининг фонд бозоридаги фаоллигини оширишда инвестиция фондларининг ривожланиши муҳим аҳамият касб этади.

АҚШда очик турдаги инвестиция фондлари активларининг қарийб ярми (48%) акция фондлари ҳиссасига тўғри келади. Очик турдаги инвестиция фондлари таркибида пул бозори фондлари 24%, облигация фондлари 22% ва бошқа *гибрид (hybrid) фондлар* 6% салмоққа эга бўлган.

АҚШнинг очик турдаги инвестиция фондлари 2010 йили ўзининг 11,8 трлн АҚШ доллари миқдоридagi активлари билан умумжаҳон очик турдаги инвестиция фондлари таркибида етакчилиқни (48%) сақлаб қолди. Дунёдаги барча очик турдаги инвестиция фондлари активлари 2010 йили 24,7 трлн АҚШ долларини ташкил этган. Шундан 32 фоизи Европа давлатлари, 13 фоизи Осиё ва Африка давлатлари, қолган 7 фоизи эса Америка қитъасининг қолган давлатлари ҳиссасига тўғри келган.<sup>102</sup>

Таҳлилларимизнинг кўрсатишича, АҚШ очик турдаги инвестиция фондларининг умумий активлари таркибида энг йирик 5, 10 ва 25 та фондлар улуши 2000 – 2010 йилларда ўсиш тенденциясига эга бўлган (2.15-жадвалга қаранг). Хусусан, энг йирик 5 та инвестиция фондининг жами очик турдаги инвестиция фондлари активларидаги

---

<sup>102</sup> Investment Company Institute, European Fund and Asset Management Association and other national mutual fund associations.

салмоғи 2010 йилга келиб 40 фоизни ташкил этган ва 2000 йилга нисбатан 8 ф.п.га ошган.

### 2.15-жадвал

#### АҚШда йирик очиқ турдаги инвестиция фондлари активлари салмоғи<sup>103</sup>

	1985	1990	1995	2000	2005	2009	2010
Энг йирик 5 та фонд	37	34	34	32	37	39	40
Энг йирик 10 та фонд	54	53	48	44	48	53	53
Энг йирик 25 та фонд	78	75	71	68	70	74	74

Очиқ турдаги инвестиция фонди турларидан бири – фондларнинг фондлари (Funds of funds) бошқа инвестиция фондлари акцияларига инвестиция қилиш билан шуғулланади. Айти пайтда, фондларнинг фонди таркибида гибрид фондлар активлари салмоғи 80 фоиздан ортиқ. *Гибрид фондларнинг пул маблағлари* асосан базис активи акция, облигация бўлган қимматли қоғозларга ва бошқа гибрид фондларга инвестиция қилинади.

2010 йил охирига келиб фондларнинг фондлари активлари 928 млрд АҚШ долларини, сони 964 тани ташкил этган (2.16-жадвалга қаранг). Активлари 2010 йили 2000 йилга нисбатан 16,3 мартага ортган. Мос равишда сони ҳам 749 тага кўпайган.

Очиқ турдаги инвестиция фондлари орасида индекс фондлари ҳам кенг оммалашган. 2010 йил охирида 365 та индекс фондлари 1 трлн АҚШ доллари миқдоридида соф активларни бошқаришган. Ҳисобот йилида индекс фондлари активларининг 37 фоизи S&P 500 индекси қимматли қоғозларини ташкил этган.

<sup>103</sup> Investment Company Fact book 2011. – P.23.

## 2.16-жадвал

Фондларнинг фондлари (funds of funds) соф активлари<sup>104</sup>

Йиллар	Сони	Активлари, млрд АҚШ доллари
2000	215	57
2001	213	63
2002	268	69
2003	301	123
2004	375	200
2005	475	306
2006	603	470
2007	720	637
2008	862	487
2009	932	673
2010	964	928

2010 йил мобайнида пул бозори фондлари фаолиятида молиявий маблағларнинг сезиларли даражада чиқиб кетиши кузатилган. Бу ҳолат фоиз ставкаларининг пасайиши шароитида юқори даромадни излаш натижасида муқобил инструментларга инвестицияларнинг ортиши билан изоҳланади.

2010 йили чакана пул фондларининг соф чиқими 125 млрд АҚШ долларини ташкил қилган. Ваҳоланки, ушбу кўрсаткич 2009 йили 309 млрд АҚШ доллари эди. 2010 йили пул фондлари даромадлилиги ҳам кескин пасайди. Бу эса банклараро фоиз ставкаларининг 0 ва 25 фоизли пункт доирасида бўлиши билан боғлиқ.

2010 йили АҚШда 177 ETF янгидан ташкил этилиб, 51 таси тугатилган. Ҳисобот йилида ETF акциялари соф эмиссияси 118 млрд АҚШ долларини ташкил этган. 2009 йили уларнинг акциялари соф эмиссияси 116 млрд АҚШ доллари миқдорида бўлган. Шунга қарамай, юқори

<sup>104</sup> Investment Company Fact book 2011. – P.31.

кўрсаткич 2008 йилга тааллуқли, соф эмиссия 177 млрд АҚШ долларига тенг бўлган.

АҚШда ёпиқ турдаги инвестиция фондлари активларининг сезиларли даражада юқори қисми облигацияларга жойлаштирилган, унинг улуши 2010 йили 58 фоизни ташкил этган. Шундан 32 фоизи маҳаллий муниципал облигацияларга тўғри келади.

Тарихга назар ташласак, ёпиқ турдаги инвестиция фондлари активлари таркибида облигация фондлари салмоғи юқори бўлиб келган. Масалан, 2000 йили барча ёпиқ турдаги инвестиция фондлари активларининг 74 фоизи облигация фондларига тегишли эди.

Шунга қарамай, ёпиқ турдаги акция фондларининг улуши ўсиш тенденциясига эга бўлган. 2010 йили уларнинг жами ёпиқ турдаги инвестиция фондлари активларидаги салмоғи 42 фоизни ташкил этган.

Ёпиқ турдаги инвестиция фондлари оддий акциялар билан бир қаторда капиталлашувни ошириш мақсадида имтиёзли акцияларни ҳам муомалага чиқариши мумкин. 2010 йили ёпиқ турдаги инвестиция фондларининг оддий акциялари қиймати 209 млрд АҚШ долларини (86,7%), имтиёзли акциялар қиймати эса 32 млрд АҚШ долларини (13,3%) ташкил этган.

Европа давлатлари орасида Люксембург, Франция, Ирландия, Германияда инвестиция фондлари, айниқса, очик турдаги фондлар кенг тараққий этган. Тўртала давлатнинг умумий очик турдаги инвестиция фондлари активларидаги улуши 2010 йили 69,3 фоизни ташкил этган (2.17-жадвалга қаранг).

Ирландияда сўнги пайтларда инвестиция фондларининг фаол ривожланаётганини кўриш мумкин. 2.18-расм маълумотлари кўрсатишича, Ирландия очик турдаги инвестиция фондларининг соф активлари қиймати 2010 йилга келиб 1 трлн 13,5 млрд АҚШ долларини ташкил этди ва 2005 йилга нисбатан 1,9 бараварга ошди.

Ўзбекистонда инвестицион фондларни ривожлантириш бўйича ривожланаётган мамлакатларда йиғилган

## 2.17-жадвал

**Европа очик турдаги инвестиция фондлари  
активларида давлатларнинг салмоғи<sup>105</sup>**

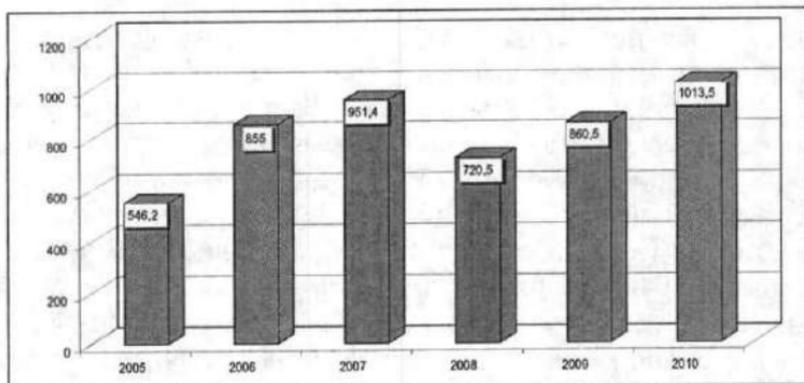
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Люксембург	27,3	28,0	30,1	29,9	30,4	31,8
Франция	22,7	22,7	22,3	25,5	23,9	20,5
Ирландия	9,1	11,0	10,6	11,6	11,4	12,8
Германия	4,9	4,4	4,2	3,8	4,2	4,2
Бошқа давлатлар	36,0	34,0	32,9	29,2	30,1	30,7
Жами Европа давлатлари	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

амалий тажрибанинг ўрганилиши ҳам муҳим аҳамият касб этади. Ривожланаётган молия бозорига эга барча мамлакатларда инвестицион фондлар катта ўрин тутди. Уларнинг пайдо бўлиши ва ривожланиб боришига кичик акциядорлар миқдорининг кўпайиши ҳамда ушбу акциядорларга махсус хизмат кўрсатилишининг зарурлиги билан боғлиқ объектив сабаблар таъсир ўтказди. Бугунги кунда инвестиция фондлари нисбатан тўлиқ шаклланган анъанавий истеъмол омонатларини жамловчи банк ҳисоб варақлари тизими, ўз капиталини сақлаб қолишга интилувчи пассив мулкдорлар манфаатларини таъминлашга йўналтирилган трастларга мантиқий қўшимча бўлишди. Инвестиция фондлари мослашувчан бозор сиёсатини амалга ошириб, кичик инвесторлар манфаатларини мувофиқлаштириш имконини берувчи самарали бошқарув тизимига эга.

Россия Федерациясининг инвестицион хизматлар бозоридаги илк иштирокчилари банклар ва чек асосида фаолият юритувчи инвестиция фондлари (ЧИФ) бўлган.<sup>7</sup>

Россияда давлат қимматли қоғозлари бозорини шакл-

<sup>105</sup> Инвестиция компанияси институти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.



**2.18-расм. Ирландияда очик турдаги инвестиция фондларининг соф активлари қийматининг ўзгариш динамикаси (млрд АҚШ доллари)<sup>106</sup>**

лантириш ишлари 1995 йилдан бошланган. Бундан кўзланган асосий мақсад бюджет дефицитини қоплаш учун инвесторлардан пул маблағларини қарзга олиш эди. Кредиторларга маблағларнинг қайтарилиши бюджетнинг даромад қисмидан амалга оширилиши назарда тутилган. Давлат қимматли қоғозларини сотиб олиш Россия Федерацияси ҳукумати ва Марказий банки томонидан ҳар тарафлама қўллаб-қувватланди. Минимал риск ва юқори ликвидлик даражасига эга ушбу инвестициялар катта даромад келтирган ва тегишли солиқлардан озод қилинган.

Тижорат банклари томонидан давлат қимматли қоғозлар бозорида фаол хатти-ҳаракатларнинг бошланиши 1995 йил охири – 1996 йил бошларига тўғри келади. 1996

<sup>106</sup> Инвестиция компанияси институти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

<sup>107</sup> Киячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2000; Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. – М.: Анкил, ИНФРА-М, 1998; Миловидов В.Д. Управление инвестиционными фондами. – М.: Анкил, 1997.

йили барча тижорат банклари молиявий имкониятларига мос келувчи давлат қимматли қоғозлари портфелига эга эди. Чунончи, пул маблағларини инвестициялашдаги бош индикатор сифатида давлат қисқа ва ўрта муддатли облигациялари ва федерал қарз облигациялари бўйича ўртача жорий даромадлилик даражаси ҳисобланарди.

Кредит ташкилотлари томонидан давлат қимматли қоғозлари бўйича олинаётган даромад ҳажми аҳоли омонатларига ўрнатилган фоиз ставкаларига тўғридан-тўғри боғлиқ. Жалб қилинаётган маблағларнинг деярли барчаси ушбу бозорга қўйилмаларга йўналтирилгани учун тижорат банкларидаги жамғармаларнинг сақланиши давлатнинг мажбуриятларни ўз вақтида бажара олишига боғлиқ эди. Аста-секинлик билан давлатнинг инвесторлар олдидаги мажбуриятлари шунчалик ошиб кетдики, уларга бюджетнинг даромад қисмидан хизмат кўрсатилиши мумкин бўлмай қолди. Бу пайтда «Молиявий пирамида»лар яратилди, яъни давлат ўз мажбуриятларини янги қимматли қоғозлар эмиссияси ҳисобига жалб қилинган капитал ҳисобидан амалга ошира бошлади.

Юзага келган муаммони ечиш учун давлат ўз мажбуриятлари бўйича тўловларни амалга оширишдан воз кечиш ва давлат қимматли қоғозлари бўйича барча операцияларни тўхтатишини эълон қилишга мажбур бўлди. Россия ҳукумати томонидан 1998 йил 17 августда эълон қилинган «дефолт» аксарият банкларни ликвид активларидан маҳрум этди, яъни мижозлари олдидаги мажбуриятларнинг бажарилишини таъминловчи реал пул маблағлари миқдорини камайтирди. Шунга қарамай, ўз инвестицион портфелида давлат қимматли қоғозларига эга аксарият банклар молиявий қийинчиликларга бардош беролди. Аммо кейинчалик рублнинг девальвация қилиниши банк мижозлари ўртасида таҳликанинг кучайишига сабабчи бўлди. Негаки депозитлар бўйича даромадлилик рублнинг АҚШ долларига нисбатан арзонлашишини қоплолмай қолди. Шунинг учун банк депозитларидаги маблағларнинг қайтариб олиниши оммавий характер касб

этди. Асосий қисм хусусий омонатларнинг қайтариб олинишига банклар тайёр эмасди. 1998 йил август ойидаги инқироз натижасида Россия банк тизимининг асосини ташкил этувчи барча йирик тижорат банклари катта қийинчиликларга дуч келишди.

Давлат қарзини реструктуризация ҳисобига олинган жами зарар 45 млрд АҚШ долларини ташкил қилган, унинг 75 фоизи Россия инвесторлари ҳисобига тўғри келган.<sup>108</sup>

Йўқотилган ва қадрсизланган омонатлар аҳолининг банкларга ишончига жиддий путур етказди. Россияда ўтиш иқтисодиётининг дастлабки босқичида тижорат банкларидан ташқари яна бир молиявий институт, яъни молиявий компаниялар ҳам мавжуд эди. Қимматли қоғозлар бозорини шакллантиришга қўйилган илк қадам акциядорлик жамиятлари ташкил этилиши эди. 1990 йил 25 декабрда қабул қилинган «Акциядорлик жамиятлари тўғрисида»-ги, 1991 йил 28 декабрда «Фонд биржасида қимматли қоғозларни чиқариш ва муомаласи тўғрисида»ги низомларни келтиришимиз мумкин. Келгусида акцияларни чиқаришни назарда тутувчи акциядорлик жамиятларини ташкил этиш имкониятининг яратилиши бозор муносабатларига ўтишнинг янги истиқболларини очиб берди.

Янги ташкилий шаклнинг пайдо бўлиши пайтида корхоналар акциялари устидан назорат ўрнатишнинг зарурий инфраструктураси яратилмагани ҳамда аҳолининг аксарият қисмида бозор муносабатлари тўғрисидаги билимнинг мавжудмаслиги янгидан яратилаётган акциядорлик жамиятлари қимматли қоғозлари савдосида тартибсизликларга олиб келди. Баъзи компаниялар ўз акцияларини сотиш жараёнида келгуси даромадлилик даражасини эълон қилишмаган, зарурий пул маблағлари йиғиб олингач савдо операцияларини бошлаб юборишган ёки акциядорлар олдидаги мажбуриятларини бажармасдан

---

<sup>108</sup> Обухова Е. Фантазии о ПИФах // D'. 2007. №23. [www.expert.ru](http://www.expert.ru) да чоп қилинган.

маблағларни хусусий ҳисоб варақларга ўтказиб юборишган.<sup>109</sup>

Маълум бир компаниялар эса ўз акциядорларига банклар томонидан таклиф этилаётган фоизларга нисбатан юқори фоиз кўринишидаги даромадларни ваъда қилишган. Бундай акциядорлик жамиятлари эгалари хусусий шахслар ҳисобланган.

Россия Федерациясида аҳолининг пул маблағларини жалб қилиш билан шуғулланувчи молиявий компаниялар фаолияти 1992 йилдан бошланган. Инфляция шароитида ўз омонатларини сақлаб қолиш ва имкон қадар унинг истеъмол қийматини ошириш истагидаги аҳоли мазкур компанияларга катта миқдордаги маблағларини қўйишган. Бу пайтда молия бозорида муомаладаги молиявий инструментлар ёки компаниялар имкониятидан ташқарида турган, ёинки даромадлилик бўйича талаб даражасида бўлмаган. Шунинг учун компаниялар «молиявий пирамида»лар яратишга ўтиб кетишди.

Молиявий компаниялар фаолиятининг келгуси босқичи 1993 йили хусусийлаштириш чекларини муомалага чиқариш билан боғлиқ давлат дастурининг амалга оширилиши даврига тўғри келади.

Давлат мулки хусусийлаштирилишининг биринчи босқичи доирасида Россия Федерациясининг ҳар бир фуқаросига хусусийлаштириш чеки, яъни ваучер берилган. Маблағларни жамғариш билан шуғулланувчи компаниялар бу жараёнга дарҳол қизиқиш билдириб, фуқароларга ўз ваучерларини компания акцияларига алиштиришни таклиф қила бошлашди. Компанияларда хусусийлаштириш чекларининг жуда йирик портфелини шакллантириш имкони юзага келди. Чунки, биринчидан, аҳолининг катта қисми молиявий компанияларнинг акциядорлари эди

---

<sup>109</sup> Солобуто Н.В. Секреты инвестирования в ПИФ. – СПб.: Питер, 2007. [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru) ва <http://www.investfunds.ru/> материаллари.

ва хусусийлаштириш чекларни ушбу компаниялар акцияларига йўналтириш жуда жозибали ҳисобланарди, иккинчидан, даромадлилик даражаси олдиндан маълум компаниялар (давлат тасарруфидан чиқарилган ёки чекли инвестиция фондлар акцияларидан фарқли ҳолда) акцияларига ваучерларни жойлаштириш ҳам мақсадга мувофиқ ҳисобланган.

Хусусийлаштириш чекларининг пайдо бўлиши қимматли қоғозлар бозорида операциялар ҳажмига ижобий таъсир ўтказди. Бу пайти аҳоли маблағлари билан ишловчи компанияларда ваучерларнинг асосий қисмини ўзига жалб қилиш, улар билан амалга ошириладиган операциялардан жуда катта даромад олиш имкони туғилди. Бунда икки самарали йўл мавжуд эди. Биринчиси, ваучерларнинг йирик пакетига эга бўлган ҳолда ваучерларнинг ўзга йирик эгалари билан келишиб хусусийлаштириш чекларига зарурий курсни ўрнатиш орқали биржада спекулятив операцияларни амалга ошириш. Ваучерлар савдосини назорат остига олиш компанияларга катта фойда келтирган. Иккинчи усул, молиявий компаниялар энг самарали давлат корхоналари, хусусан, Россия учун стратегик аҳамиятга эга ташкилотларни (масалан, ёқилғи-энергетика комплекси корхоналари, газ саноати, алоқа, экспорт маҳсулотлари ишлаб чиқарувчи корхоналар) хусусийлаштириш жараёнида иштирок этиш. Мазкур корхоналар қимматли қоғозларига инвестицияларнинг амалга оширилиши молиявий компанияларга акциялар пакетини йирик инвесторларга бозор нархларида сотиш имконини берган. Бунда сотиш нархи номиналга нисбатан бир неча бор юқори бўлган.

Қўйилмаларнинг тегишли даромад даражасини таъминлолмайдиган нархларда пул маблағлари ва хусусийлаштириш чеклари жалб қилиниши тўхтовсиз давом этиши мумкин эмасди. 1994 йил ўрталаридан молиявий компаниялар томонидан пул тўловларини амалга оширишдан бўйин товлаш оммавий тус олди. Уларнинг энг машҳурлари «МММ», «Тибет», «Русский дом Селенга» ва

бошқалар. Молиявий компаниялар ўз мажбуриятларини бажармасликлари билан кичик инвесторларга жиддий зарар етказишди. Фақат «МММ» томонидан етказилган зарар 1994 йили 10 млрд деноминацияланмаган рублга тенг бўлган. Энг яхши ҳолатда омонатчилар ўз маблағларининг 5 – 7 фоизини олишган, холос. Етказилган зарарнинг умумий суммаси 50 млрд деноминацияланмаган рублни ташкил қилиб, деярли 30 – 40 млн россиялик фуқароларнинг молиявий талаблари қаноатлантирилмай қолган.<sup>110</sup>

Россия Федерацияси Президентининг «Давлат ва муниципал корхоналарни хусусийлаштириш жараёнида қимматли қоғозлар бозорини ташкил қилиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Фармониغا биноан чек асосида фаолият юритувчи инвестиция фондлари (ЧИФ) тузилди. Давлат мулкни хусусийлаштиришнинг биринчи босқичи доирасида Россия Федерациясининг ҳар бир фуқаросига хусусийлаштириш чеки, яъни ваучер берилган. ЧИФлар фаол тарзда ўз акцияларини ваучерларга айирбошлади. ЧИФлар йиғилган ваучерлар ҳисобига хусусийлаштириш аукционларида корхоналар акцияларини сотиб олишга киришди. ЧИФлар ташкилий жиҳатдан акциядорлик жамияти тарзида шакллантирилган, бу мазкур институтнинг келгуси ривожланишига бош тўсиқ бўлиб қолган, негаки акциядорлик жамиятларига қилинган қўйилмалардан олинган даромадлар ҳамда акциядорларга тўланадиган дивидендлар солиққа тортилган. Иккиламчи солиқ ва активларни бошқариш юзасидан харажатлар фондларга қўйилмалардан олинадиган даромад даражасини пасайтирган. 1993 йили тижорат банкларида депозитлар омонатчиларга 300 – 400 фоиз даромад келтирган, ЧИФлар томонидан тўланадиган дивидендлар миқдори 30 – 100

---

<sup>110</sup>«РосБизнесКонсалтинг информацион агентлиги» материаллари ([www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)) асосида тайёрланди.

фоиз оралиғида бўлган. Шунга қарамай, ЧИФлар аҳамиятли миқдорда хусусийлаштириш чекларини йиғиш ва инвестицион портфелни шакллантира олишган.

Давлат дастурларига кўра, ЧИФлар 1993 – 1994 йиллар давомида фаолият олиб бориши режалаштирилганди (норматив ҳужжатлар бўйича, ЧИФлар уч йилдан сўнг ўзга молиявий тизимга айлантирилиши лозим эди). Бу давр давомида ЧИФлар машҳурлик жиҳатидан (жалб қилинган капиталнинг ўсиш суръатлари бўйича) тижорат банклари, инвестицион ва суғурта компаниялари, нодавлат пенсия фондларидан анча илгарилаб кетди. 1994 йили ЧИФлар деярли 40 млн фуқарони жалб этишган. Ваучер фаолияти давомида 690 та ЧИФ ташкил қилинган, кейинчалик эса уларнинг сони қисқариб борган.<sup>11</sup> ЧИФларни ташкил қилишнинг даслабки босқичиданоқ улар аҳолининг хусусийлаштириш чекларини жамғариш ва уларни давлат тасарруфидан чиқарилган корхоналар акцияларига узоқ муддатли истиқболга жойлаштиришни амалга оширувчи молиявий институт бўлиши назарда тутилган. Фондлар меъёрий ҳужжатларга кўра очик акциядорлик жамиятлари тариқасида тузилган. Аммо улар чекланган миқдорда оддий акциялар эмиссиясини амалга оширган ҳолда акциядорлардан қайта сотиб олиш ҳуқуқига эга бўлишмаган ва кафолатланган дивидендларни тўлаш билан боғлиқ мажбуриятларни зиммасига олишмаган, яъни моҳиятан ёпиқ турдаги фондлар бўлишган. Белгиланган вазифа амалга оширилгач давлат органларининг ЧИФларга қизиқиши пасайди ва бу Россияда жамоавий инвестициялаш шаклларида бири – ЧИФларнинг тугатилишига олиб келди.

Жамоавий инвестициялаш шаклларида фарқли тарзда (уларни ташкил қилиш юзасидан қонунчилик ҳужжат-

---

<sup>111</sup> Коллективные инвесторы в современной России / Под ред. С.А.Михайлова. – М.: Центр коллективных инвестиций, 1999. – 96 с.

лари йўқ эди), пай инвестиция фондлари (ПИФ) фақат Россия қимматли қоғозлари бўйича комиссияси (ФКЦБ) томонидан 30 дан ошиқ меъёрий ҳужжатлар ишлаб чиқилиб қабул қилингандан сўнгина ташкил этила бошланди. Ушбу ҳужжатларни 1995 йил август ойидан яратишга киришилган, биринчи ПИФлар фақатгина 1996 йилнинг ноябрь ойида рўйхатга олинган.<sup>12</sup> Россия қимматли қоғозлар бўйича комиссияси инвестиция фондларини тартибга солиш юзасидан қуйидагиларни белгилаб берган:

- ПИФлар фаолияти устидан давлат назоратини ўрнатиш тартибини белгилаган;
- фондлар активларини бошқариш ва уларни сақлаш юзасидан фаолиятни ажратган;
- ПИФ фаолияти бўйича масъул ташкилотлар устидан кенг қамровли назоратни ўрнатган;
- инвесторлар томонидан қарорларни қабул қилишга ёрдам берувчи маълумотларни очиш бўйича қатъий талабларни қўйган;
- ҳисоботлар тизими такомиллаштирилган;
- икки томонлама солиққа тортиш амалиётига барҳам берилган.

Амалга оширилган тадбирлар инвесторларнинг ушбу янги ва аксарият россияликлар учун ноанъанавий бўлган молиявий институтларга ишончини оширишга хизмат қилган (2.18-жадвалга қаранг).

Юқорида таъкидлаганимиздек, биринчи пай инвестицион фондлари Россия қимматли қоғозлари бозорида 1996 йил ноябрида пайдо бўлган. ПИФлар фаолиятини тартибга солувчи биринчи ҳужжат Россия Федерацияси Президентининг 1995 йил 26-июлдаги 765-сонли «Россия Федерацияси инвестиция сийсатининг самарадорлигини оширишнинг қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида»ги Фармони ҳисобланади.

---

<sup>12</sup> Макаров А.В. Инвестируем в паевые инвестиционные фонды – М.: Эксмо, 2005. – 94 с.

## 2.18-жадвал

Россия Федерацияси жамоавий инвестиция бозори хронологияси<sup>113</sup>

Ташкил топган йиллари	Пай инвестиция фондларининг шаклланиши тўғрисида маълумотлар
1990	Аввало, акциядорлик жамиятларининг пайдо бўлиши, 25.12.1990. «Акциядорлик жамиятлари тўғрисида»ги ва 28.12.1991. «Фонд биржасида қимматли қоғозларни чиқариш ва муомаласи тўғрисида»ги низомларнинг қабул қилиниши
1992 – 1993	«Молиявий пирамида»ларнинг яратилиши, аҳоли пул ресурсларининг жамғарилиши, хусусийлаштириш дастурлари, хусусийлаштириш чекларининг муомалага чиқарилиши.
1993 – 1994	Аҳолининг хусусийлаштириш чекларини жамловчи ва уларни давлат тасарруфидан чиқарилган корхоналар акцияларига узоқ муддатли истиқболга мўлжаллаб жойлаштириш фаолияти билан шуғулланувчи чек асосида фаолият юритувчи инвестиция фондларининг (ЧИФларнинг) ташкил қилиниши ва функционал вазибаларнинг бажарилиши
Апрель, 1995	«Инвесторлар манфаатларини таъминлашнинг қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида»ги РФ Президентининг 26.04.1995.даги 416-сонли Фармони қабул қилиниши
26.07.1995	«Россия Федерацияси инвестиция сиёсати самарадорлигини оширишнинг қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида»ги РФ Президентининг 765-сонли Фармони қабул қилиниши
01.09.1995	«Пай инвестиция фондларини ривожлантириш дастурлари тўғрисида»ги Қимматли қоғозлар бозори давлат комиссиясининг (ҚҚБДК) 9-сонли низоми
Ноябрь, 1996	РФ Президентининг Фармони асосида ОАЖ «АВО – Капитал» деб номланувчи биринчи бошқарувчи компаниянинг ташкил қилиниши
2001	№156-ФҚ «Инвестиция фондлари тўғрисида»ги РФ Қонуни
Июль, 2002	Қимматли қоғозлар бозори давлат комиссияси томонидан ёпиқ турдаги фондлар активларининг тузилиши ва таркибига қўйилган талаблар

<sup>113</sup> <http://www.nlu.ru> сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

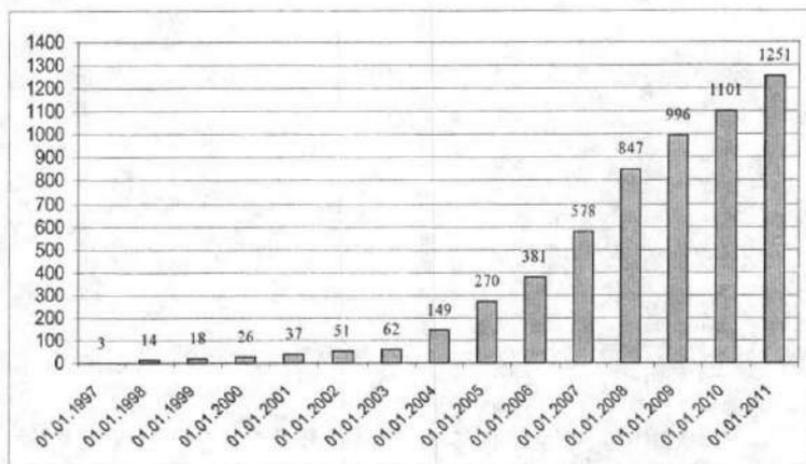
<b>2001</b>	№156-ФҚ «Инвестиция фондлари тўғрисида»ги РФ Қонуни
<b>Июль, 2002</b>	Қимматли қоғозлар бозори давлат комиссияси томонидан ёпиқ турдаги фондлар активларининг тузилиши ва таркибига қўйилган талаблар
<b>2002</b>	Биринчи ёпиқ турдаги фондларнинг пайдо бўлиши
<b>22.01.2003</b>	Индекс фондлари
<b>19.02.2003</b>	Кўчмас мулк фондлари
<b>26.03.2003</b>	Пул бозори фондлари
<b>14.05.2003</b>	Аралаш инвестиция фондлари
<b>19.12.2003</b>	Венчур инвестиция фондлари
<b>23.06.2004</b>	Фондларнинг фонди
<b>20.04.2005</b>	Ипотека фондлари
<b>02.06.2005</b>	Тўғри (хусусий) инвестиция фондлари (Private invest funds)
<b>Декабрь, 2007</b>	«Инвестиция фондлари тўғрисида»ги РФ №156-ФҚ Қонунига ўзгартиришлар киритилиши
<b>Май, 2008</b>	«Акционерлик инвестиция фондлари активларининг тузилиши ва таркиби» тўғрисида ва «Актив пай инвестиция фондлари тўғрисида Низомларни тасдиқлаш» тўғрисидаги Молия бозорлари бўйича федерал хизматнинг N 08-19/пз-н тартибли буйруғи (ўзгартириш ва қўшимчалар билан), янги турдаги фондларнинг пайдо бўлиши: рент (самара) фондлари, товар бозорлари фондлари, кредит фондлари, хедж фондлари.

Пай инвестиция фондини бошқарувчи илк компания ОАЖ «АВО – Капитал»га молия бозорида фаолият юритиш учун лицензия 1996 йил 17 апрелда Қимматли қоғозлар бўйича федерал комиссия томонидан берилди.

Биринчи фондлар фақат давлат қимматли қоғозлари билан боғлиқ операцияларни амалга оширган. Кўп вақт ўтмай «Кредит Свисс», «Тройка Диалог», «Монтес Аури», «ОФГ-Инвест» компаниялари томонидан бошқариладиган фондлар тузилган ва улар нафақат давлат қимматли қоғозларига, давлат тасарруфидан чиқарилган Россия корхоналари акцияларига ҳам қўйилмаларни амалга ошира бошлашган.

1998 йили Россияда юз берган инқироз ПИФлар фаолиятига жиддий талафот етказмади: ўша даврда фаолият юритувчи бирорта ПИФ ёпилмади ва пайчилар манфаатига зарар етмади.

1997 – 2002 йиллар давомида ПИФлар миқдори анча суст даражада бўлган, аммо 2003 йилдан уларнинг кескин кўпайиши кузатилган.

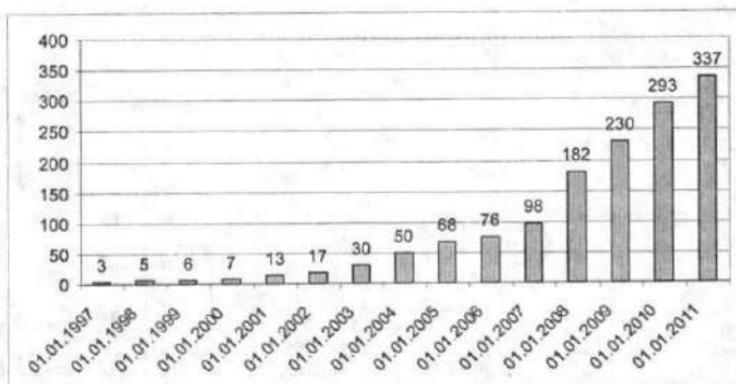


### 2.19-расм. Россияда фаолият юритувчи ПИФлар сони динамикаси<sup>114</sup>

Россия Федерациясида пай инвестиция фондлари сони ўсиш тенденциясида сақланиб қолган. 1997 йили ПИФлар сони 3 тани ташкил этган, 2011 йил 1 январь ҳолатига 1251 тага етган (2.19-расмга қаранг). Ушбу таҳлиллардан кўринадики, мамлакатда пай инвестиция фондлари фаолияти ривожланмоқда.

<sup>114</sup> <http://www.nlu.ru> сайти маълумотлари асосида муаллифлар ишланмаси.

Бошқарувчиларнинг миллий лигаси маълумотларига кўра<sup>115</sup>, ПИФларни бошқарувчи компаниялар сони 1997 йил 1 январь ҳолатига 3 тани ташкил этган, 2011 йил 1 январь ҳолатига 337 та ПИФларни бошқарувчи компаниялар фаолият юрита бошлаган ёки 112,3 бараварга кўпайган (2.20-расмга қаранг).



**2.20-расм. Россияда ПИФларни бошқарувчи компаниялар сони динамикаси<sup>116</sup>**

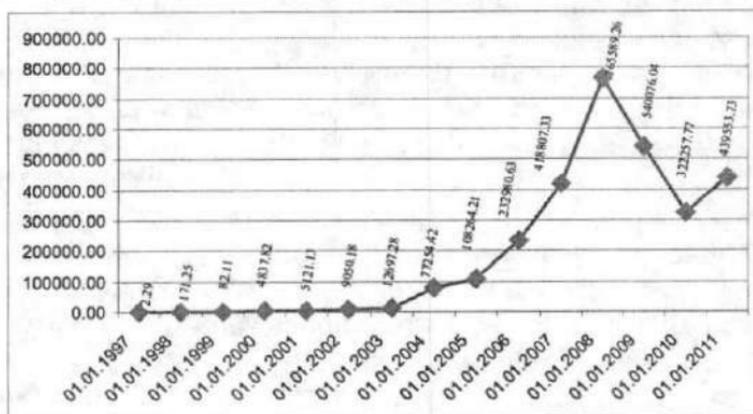
Пай инвестиция фондлари соф активлари қиймати 01.01.1997 ҳолатига 2,29 млн рублни ташкил қилган, 2008 йил 1 январь ҳолатига 765589,26 млрд рублгача ошган. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози Россия инвестиция фондлари фаолиятига ҳам салбий таъсир этмай қолмади. Оқибатда 2009 – 2010 йиллар давомида ПИФларнинг соф активлари қийматида пасайиш тенденцияси кузатилди. «Стратегические активы», «Казанский земельный инвестиционный фонд», «АК Барс – Горизонт» инвестиция

<sup>115</sup> <http://www.nlu.ru> сайти маълумотлари.

<sup>116</sup> <http://www.nlu.ru> сайти маълумотлари асосида муаллифлар ишланмаси.

фондлари соф активлари бўйича энг йирик ўнталик инвестиция фондлари орасида етакчилик қилади, уларнинг соф активлари миқдори 2011 йил 1 январь ҳолатига жами 71,91 млрд рублни ташкил этган (2.21-расм ва 2.19-жадвалга қаранг).

Россия пай инвестицион фондлари учун фонд бозорининг энг қулай даври 2005 йил ҳисобланади. Ушбу даврда фонд бозорига қўйилмаларнинг юқори даромадлилигини ҳисобга олган Россия аҳолисининг аксарият қисми ўз омонатларини фаол тарзда пай инвестицион фондларига жойлаштира бошлади. 2005 йил якунларига кўра, бошқарувчи компаниялар тасарруфидаги жами активлар икки баравардан кўпроқ ошиб, 232980,63 млн рублга етган.



**2.21-расм. Россия ПИФлари соф активлари қийматининг ўзгариши (млн рублда)<sup>117</sup>**

Россия аҳолисининг ПИФларга қизиқишининг жадал ошишига бир неча омиллар таъсир қилди.

<sup>117</sup> <http://www.nlu.ru> сайти маълумотлари асосида муаллифлар ишланмасы.

Биринчи омил, 2005 йили қўйилмаларнинг даромадлилик даражасини тегишли баҳолаган фуқаролар келгуси йилларда ҳам худди шундай фойда олишга интилиб пайларни сотиб олишни бошлашди. Россиялик иқтисодчиларнинг<sup>118</sup> қайд қилишича, фондлар акцияларининг ўртача даромадлилиги 2005 йили ўртача 56 фоизни ташкил этган. Баъзи ПИФлар ўз пайчиларига пайнинг 80 фоизга ўсишини таъминлаб беролган. Албатта, бу эътиборли маълумот.

Иккинчи омил Россия фуқароларининг реал даромадлари ошиб бориши ҳисобланади. Аҳоли ихтиёрида вақтинчалик бўш маблағлар пай инвестицион фандларида пайларни сотиб олиш учун аҳамиятли манбадир.

2006 йил ва ундан кейинги йилларда 2005 йили бошланган ижобий тенденция давом этди. Пайчилар сони бир неча бор ошди, аксарият пай фондлар даромадлилик даражаси 40 фоиздан ортган.

ПИФларнинг машхурлигига сабабчи омиллардан яна бири банк депозитлари бўйича йирик миқдорда даромад олиш имкониятининг йўқлигидир. Шу нуқтаи назардан ПИФлар исталган инвестор учун тегишли шароит яратиб берувчи ягона институт деб ҳисоблашимиз мумкин.

Қолаверса, Россияда кўплаб бошқарувчи компанияларнинг кенг филиал тармоғига эга йирик чакана банклар билан агентлик муносабатларини ўрнатишлари аҳоли учун қўшимча афзалликлар яратди.

Таъкидлаш лозимки, нисбий кўрсаткичлар бўйича Россиядаги инвестицион фондларнинг ривожланиш даражаси анча паст. Масалан, 2005 йил якунига кўра, Мексика, Чили ва Польшада аҳоли жон бошига нисбатан ҳисобланганда инвестиция фондлари активлари миқдори Россияга нисбатан 35 маротаба кўп бўлган.<sup>120</sup> Шу пайтда аҳоли жон бошига тўғри келадиган ЯИМ миқдори мазкур

---

<sup>118</sup> Масалан, Илющенко К. Путаница этого // D'. 2007. №10. [www.expert.ru](http://www.expert.ru) да чоп қилинган.

## 2.19-жадвал

**Россия Федерациясидаги йирик ўнта  
ПИФларнинг соф активлари қиймати (01.01.2011.  
ҳолатига, млрд рубль) <sup>119</sup>**

Фондларнинг номланиши	Бошқарувчи компанияларнинг номланиши	Фонд тури	Соф активлар қиймати
«Стратегические активы»	«Агана»	ёпиқ	41,01
«Казанский земельный инвестиционный фонд»	«АС Менеджмент»	ёпиқ	16,3
«АК Барс – Горизонт»	«АК Барс Капитал»	ёпиқ	14,6
«ТФБ – Рентный инвестиционный фонд»	«ТФБ Капитал»	ёпиқ	12,5
«Спортивест»	«Менеджмент-консалтинг»	ёпиқ	10,5
«ЛУКОЙЛ Фонд первый»	«Уралсиб»	очиқ	9,8
«РВМ Русский транзит»	«РВМ Капитал»	ёпиқ	8,8
«АГ Капитал Интерра»	«АГ Капитал»	ёпиқ	6,2
«Ренессанс земельный»	«Ренессанс Капитал»	ёпиқ	6,18
«Магистраль»	«КИТ Фортис инвестмент»	ёпиқ	6,1
«Траст Юнион-земельный»	«Траст Юнион Эссет Менеджмент»	ёпиқ	5,5

мамлакатларда Россияга нисбатан 1,06 марта кўп, холос. Ушбу фарқ ҳозиргача бартараф қилинмаган.<sup>121</sup>

## 2.20-жадвал

<sup>119</sup> <http://www.nlu.ru> сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

<sup>120</sup> Киселев Е., Обухова Е. Мечты сбылись «D'». 2007. №1 [www.expert.ru](http://www.expert.ru) да чоп қилинган.

<sup>121</sup> Ўша ерда.

Қозғоғистонда фаолият олиб борувчи инвестиция фондлари сони<sup>122</sup>

Кўрсаткичлар	01.01.2010	01.04.2010	01.07.2010	01.10.2010	01.01.2011
Пай инвестицион фондлар миқдори	182	181	171	168	162
Жумладан:					
очиқ	16	16	15	15	13
ёпиқ	143	140	131	129	123
интервал	23	25	25	24	26
Акциядорлик инвестиция фондлари миқдори	41	39	35	24	26

<sup>122</sup> Қозғоғистон Миллий банки маълумотлари асосида тайёрланди.

Энди эътиборимизни кўшимиз – ривожланаётган мамлакат Қозоғистон Республикаси инвестицион фондлари фаолиятини ўрганишга қаратамиз. Маълумотлар кўрса-тадики, Қозоғистонда инвестиция фондлари сони камай-иб бориш тенденциясига эга. Чунончи, статистик маълумотларда 2008 йил давомида пай инвестиция фондлари миқдори 183 тадан 205 тагача кўпайган, 2009 йили 205 тадан 182 тагача, 2010 йили 162 тагача камайган. Ушбу тенденция инвестиция фондларининг барча турларига тегишли. Мазкур ҳолат инвестиция фондлари пайчилари сонида ҳам ўз аксини топган (2.20- ва 2.21-жадвалларга қаранг).

2.21-жадвал

**Қозоғистонда инвестиция фондлари пайчилари миқдори (дона)<sup>123</sup>**

Кўрсаткичлар	01.01.2010	01.04.2010	01.07.2010	01.10.2010	01.01.2011
Инвестиция фондлари пайчилари сони	1926	2167	2406	1960	1984
Жумладан					
Жисмоний шахслар	1827	2069	2320	1878	1910
Юридик шахслар	99	98	86	82	74

Пай инвестицион фондларнинг жами активлари 2011 йил 1 январь ҳолатига 264556 млн тангани ташкил қилган. Ушбу кўрсаткич акциядорлик инвестиция фондларида 27990 млн танга. 2010 йил давомида уларнинг актив-

<sup>123</sup> Қозоғистон Миллий банки маълумотлари асосида тайёрланди.

лари мос равишда 11,4 ва 55,1 фоизга камайган (2.22-жадвалга қаранг).

2.22-жадвал

**Қозоғистонда 2011 йил 1 январь ҳолатига  
инвестиция фондлари активлари миқдори  
ўзгариши (млн танга)<sup>124</sup>**

Кўрсаткичлар	01.01.2010	01.04.2010	01.07.2010	01.10.2010	01.01.2011
Пай инвестицион фондлар	298 488	266 229	254 920	231 562	264 571
Жумладан					
очик	295 616	263 201	252 316	228 934	261 980
ёпиқ	832	865	816	823	806
интервал	2040	2163	1788	1805	1785
Акциядорлик инвестиция фондлари	62 387	36 214	27 896	28 543	27 990

Пай ва акциядорлик инвестиция фондларининг жами инвестицион портфелида асосий салмоқни кўчмас мулклар (акциядорлик жамияти бўлмаган юридик шахслар

<sup>124</sup> <http://www.nationalbank.kz> маълумотлари асосида тайёрланди.

капиталига инвестициялар, ер участкалари, бино ва иншоотлар, қурилаётган ва реконструкция қилинаётган кўчмас мулк объектлари ва ҳ.к.) эгаллайди, уларнинг салмоғи мос тарзда 64,8 (170,8 млрд танга) ва 69,7 фоиз (19,5 млрд танга)ни ташкил қилади (2.23-жадвалга қаранг).

2.23-жадвал

**Қозоғистон Республикасида фаолият олиб боровчи инвестиция фондларининг ялпи инвестиция портфели таркиби**<sup>125</sup>

Молиявий инструментлар	Пай инвестиция фондлари		Акциядорлик инвестиция фондлари	
	млн танга	салмоғи, %	млн танга	салмоғи, %
Қозоғистон Республикасининг давлат қимматли қоғозлари	596	0,22	28	0,10
Жумладан				
Қозоғистон Республикасининг еврооблигациялари	0	0	0	0
Молия вазирлигининг қимматли қоғозлари	85	0,03	28	0,10
Миллий банкнотлари	511	0,19	0	0
Маҳаллий органларнинг қимматли қоғозлари	0	0	0	0
Иккинчи даражали банклардаги омонатлар	23670	8,95	300	1,07
Халқаро молия ташкилотларининг қимматли қоғозлари	0	0	0	0
Хорижий эмитентларнинг давлат қимматли қоғозлари	0	0	0	0

<sup>125</sup> <http://www.nationalbank.kz> маълумотлари асосида тайёрланди.

Аффинирацияланган олтин	0	0	0	0
Қозоғистон Республикаси эмитентларининг нодавлат қимматли қоғозлари	12023	4,54	3481	12,44
Жумладан				
акциялар	7295	2,76	363	1,30
облигациялар	4728	1,79	3118	11,14
Хорижий эмитентларнинг нодавлат қимматли қоғозлари	2213	0,84	343	1,22
Жумладан				
акциялар	1898	0,72	23	0,08
облигациялар	315	0,12	320	1,14
Инвестиция фондлари пайлари	19	0,01	154	0,55
Депозитар ёзувлар	472	0,18	386	1,38
Тесқари РЕПО операциялари	264	0,10	117	0,42
Ер участкалари	5464	2,04	1601	5,72
Бино ва иншоотлар	262	0,10	10904	38,96
Акциядорлик жамияти бўлмаган юридик шахслар капиталига қўйилмалар	151699	57,34	901	3,22
Қурилаётган ва реконструкцияланаётган кўчмас мулк	13424	5,07	6111	21,83
Бошқа активлар / дебиторлик қарзлари	54525	20,61	3660	13,08
<b>Жами</b>	<b>264571</b>	<b>100</b>	<b>27990</b>	<b>100</b>

Қозоғистон Республикаси эмитентларининг нодавлат қимматли қоғозлари инвестиция фондларининг инвестиция портфелидаги улуши мос тарзда 4,5 ва 12,4 фоиз. Хорижий эмитентларнинг нодавлат қимматли қоғозлари салмоғи ПИФларнинг инвестицион портфелида 0,8 фоиз, акциядорлик инвестиция фондлари портфелида 1,2 фоизга тенг.

Умуман, таҳлил қилинган ривожланаётган мамлакатларда инвестиция фондлари яхши ривожланган, уларга жаҳон молиявий инқирози ўз салбий таъсирини ўтказган.

Россия ва Қозоғистонда инвестиция фондларининг турли шакллари бозор иқтисодиётига ўтиш йўлидаги ислохотлар билан мос равишда юзага келган.

Иккинчи бобда амалга оширилган тадқиқотларга таяниб қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

– иқтисодий глобаллашув халқаро капитал ҳаракатининг активлар ҳажми ортиши билан бирга ривожланиб борган, бунда бошқа инвестициялар ҳажми тўғридан-тўғри ва портфель инвестициялар миқдоридан 2007 йилга келиб 2 мартага кўпайган, глобал молиявий инқироз халқаро капиталнинг ушбу шаклига катта салбий таъсир кўрсатган;

– халқаро қарз қимматли қоғозлар халқаро фонд бозорида капитални жалб этишнинг ва операцияларнинг асосини (яъни 99 фоиз халқаро эмиссия қарз қимматли қоғозларига тўғри келади) ташкил этган, охириги ўн йилликда уларнинг ҳажми халқаро акциялар бозори каби олти баробардан кўпроққа ошган, қарз қимматли қоғозлар бозорига инқирознинг таъсири катта эмас, акциялар бозоридаги пасайиш асосан ривожланаётган мамлакатлар ҳисобига бўлган, 2009 йилдан мазкур бозорларда ўсиш кузатирилган. Ҳар иккала бозорда ҳам ривожланган мамлакатлар, жумладан, Европа мамлакатлари етакчилик қилади, халқаро қарз қимматли қоғозлар бозори сегментида эса молиявий институтлар эмиссияси (1998 – 2009 йиллар оралиғида 61 фоиздан 77 фоизга етган), эмиссия ҳажмининг валюталар бўйича кесимида асосий ўринни евро, кейинги ўринни АҚШ доллари эгаллайди;

– ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорининг иқтисодиёт тармоқлари бўйича диверсификациялашув даражасининг кичиклиги инқироз даврида унинг барқарорлигига салбий таъсир кўрсатган ва савдолар ҳажми пасайган;

– молиявий инқироз шароитида жаҳоннинг ривожланган мамлакатлари фонд биржаларида акциялар бозори капиталлашувининг ЯИМга нисбатан салмоғи кескин пасайган эса-да, бу кўрсаткич Италияда энг кичик – 23 фо-

изни, АҚШда энг катта – 81 фоиз, ривожланган мамлакатлар бўйича қарз муносабатини ифодаловчи қимматли қоғозлар эса охириги беш йилда камида 100 фоизни ташкил этади;

– инновацион молиявий маҳсулотлар, айниқса, ҳосила молиявий воситалар ва уни тартибга солишнинг самарали тизими шакллантирилмагани молия ҳамда реал сектор ўртасида кескин номутаносиблик юзага келишига, инқироз даврида молия бозорида беқарорликнинг ортишига сабаб бўлди;

– жаҳон молия бозоридаги инвестиция фондларининг асосий қисми АҚШ ва Европа мамлакатларида жойлашган, очиқ инвестиция фондлари жаҳонда етакчилик қилмоқда. Глобал молиявий инқироз инвестиция фондларининг ривожланиш тенденциясини ўзгартирган, яъни сезиларли пасайиш юз берган.

### III БОБ.

## ИНҚИРОЗ ШАРОИТИДА ЎЗБЕКИСТОН МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ БАРҚАРОР РИВОЖЛАНИШИНИ ТАЪМИНЛАШ МАСАЛАЛАРИ

### 3.1. Жаҳон молиявий инқирозининг Ўзбекистон молия бозори ривожланишига таъсири ва уни юмшатиш омиллари

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида мамлакатимиз молия бозори барқарорлигини таъминлашнинг концептуал асосларини такомиллаштириш унинг тараққиёт босқичларини илмий жиҳатдан тадқиқ этиш заруратини кун тартибига қўяди. Республикамиз молия бозоридаги илмий тадқиқот натижалари кўрсатдики, унинг шаклланиши ва ривожланиши мамлакатда олиб борилган иқтисодий ислоҳотлар асосида беш босқични босиб ўтган (3.1-жадвалга қаранг).

Биринчи босқичда молия бозорининг институционал таркибида икки поғонали банк тизими юзага келди, миллий валюта – сўмни муомалага чиқариш ишлари бошланди, Ўзбекистонда фонд ва қимматли қоғозлар бозори ташкилотчисининг расмий биринчи институти сифатида «Тошкент» биржасида фонд бўлими фаолият юрита бошланди, «Қимматли қоғозлар ва фонд биржаси тўғрисида»ги Қонун қабул қилинди. Ушбу босқич ўзида хусусийлаштириш биринчи босқичининг амалга оширилиши, суғурта хизматларига талабнинг кўпайиши, натижада «Суғурта тўғрисида»ги Қонуннинг қабул қилиниши, давлат суғурта монополиясига барҳам берилиб, давлат ва нодавлат суғурта ташкилотлари учун тенг шароитлар яратилиши каби иқтисодий ислоҳотларни мужассам этади.

## 3.1-жадвал

**Ўзбекистон молия бозорининг шаклланиши ва ривожланиш bosқичлари<sup>126</sup>**

Бosқичлар	Йиллар	Ўзбекистон молия бозорининг таркибий тузилишидаги ўзгаришлар
<i>Биринчи bosқич</i>	1991 – 1993	Миллий молия бозори пойдеворининг яратилиши ва бозор иқтисодиётига хос институционал таркибнинг шаклланиши
<i>Иккинчи bosқич</i>	1994 – 2000	Миллий молия бозорида бозор иқтисодиётига хос механизмларнинг ишлашига замин яратилиши ва молия бозоридаги дастлабки рақобат муҳитининг шаклланиши
<i>Учинчи bosқич</i>	2001 – 2006	Молия бозорини эркинлаштириш ва янги молия бозори сегментларининг ривожланиши
<i>Тўртинчи bosқич</i>	2007 – 2010	Молия бозори капиталлашуви даражасининг оширилиши, тартибга солиш ва модернизациялаш жараёнлари жадаллашуви ҳамда унинг шаффофлигини ошириш
<i>Бешинчи bosқич</i>	2011 йилдан кейинги давр	Молия бозори барқарорлигини ошириш ҳамда унинг юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришган ҳолда ривожланишини таъминлаш

Иккинчи bosқичда тармоқ банклари, хусусий банклар тузилди ва корпоратив бошқарув механизми шакллантирилди, миллий валюта – сўм жорий этилди. Мамлакатимизда «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги, «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги, «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги Қонунлар, Вазирлар Маҳкамасининг «Ўзбекистон Республикасида валюта бозорини ривожлантиришнинг кўшимча чора-тадбирлари тўғрисида»ги, «Биржадан ташқари валюта бозори-

<sup>126</sup> Ўзбекистон молия бозорини илмий тадқиқ қилиш асосида муаллифлар томонидан тузилган.

ни мустаҳкамлашга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги қарорлари қабул қилинди. Кенг кўламли хусусийлаштириш жараёнларининг бошланиши натижасида акциялар ва векселлар бозори жадал ривожланди. Миллий фонд бозорини тартибга солувчи «Қимматли қоғозлар бозорининг фаолият кўрсатиш механизми тўғрисида»ги, «Қимматли қоғозлар бозорида депозитарийлар фаолияти тўғрисида»ги ва «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонунлар қабул қилинди. Давлат қисқа муддатли қимматли қоғозлар бозори вужудга келди ва ривожланди, махсус бозор инфратузилмаси (инвестицион институтлар) ҳамда қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари уюшган бозори шаклланди. Ҳаётни, болаларни суғурталаш, никоҳ кунига бериладиган узоқ муддатли суғурта шартнома тўловлари босқисма-босқич индексацияланди, «Мадад» суғурта агентлиги, «Ўзбекинвест» экспорт-импорт миллий суғурта компанияси, «Ўзагросуғурта» давлат акциядорлик суғурта компаниялари тузилди.

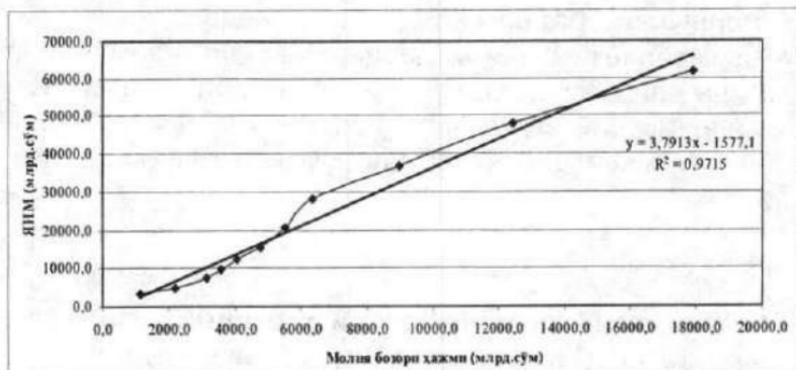
Учинчи босқичда банк тизимидаги ислохотлар чуқурлаштирилди, пул ресурсларининг банклараро электрон бозори ташкил этилди, Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, Вазирлар Маҳкамасининг «Валюта бозорини янада эркинлаштириш ва алмаштириш курсларини бирхиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, «Биржадан ташқари валюта бозори фаолиятини ташкил этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, «Биржадан ташқари валюта бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарорлари қабул қилинди. Мазкур босқичда депозит сертификатлар, корпоратив облигациялар, марказий банк облигациялари ва давлатнинг ўрта муддатли ғазна мжбуриятлари бозори каби қимматли қоғозлар бозорининг янги сегментлари ўзлаштирилди, «Қимматли қоғозлар бозорида инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги, «Суғурта фаолияти тўғрисида»ги Қонунлар қабул қилин-

ди, суғурта хизматлари бозори ҳаётни суғурталаш билан боғлиқ хизматлар ва умумий суғурта хизматлари бозорларига ажратилди.

Тўртинчи босқичда иқтисодийни модернизациялаш билан бир қаторда банклар мустақамлиги ва капиталлашувини ошириш, банкларнинг жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига қарши чора-тадбирлари ишлаб чиқилди. Миллий қимматли қоғозлар бозорида банкларнинг иштироки фаоллаштирилди, фонд бозорининг профессионал иштирокчилари фаолияти эркинлаштирилди, суғурта компанияларининг устав капиталлари оширилди, қайта суғурталаш бозори ва ҳаёт суғуртасини ривожлантириш чоралари кўрилди. Бозор иқтисодиётига ўтаётган мамлакатларда мажбурий суғуртани амалга оширишга бозор капиталлашувини тезлаштириш омили сифатида қаралди.

Бешинчи босқичда молия бозори барқарорлигини ошириш ҳамда унинг юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришган ҳолда ривожланишини таъминлаш чоралари ишлаб чиқилиб, амалиётга жорий этилмоқда. Республика молия-банк тизимини, микромолиялаш соҳасини, нобанк молия секторини янада ривожлантириш, ислоҳ қилиш, банк ва нобанк молия ташкилотлари, кредит уюшмалари, лизинг, суғурта ва аудиторлик компаниялари ролини янада ошириш ҳамда тармоғини ривожлантириш, халқаро нормалар ҳамда стандартларга мувофиқ уларнинг барқарорлиги ва самарадорлигини таъминлаш, улар томонидан кўрсатиладиган хизматлар тури ва кўламини кенгайтириш, молия бозори инфратузилмаси институтларини мустақамлаш ишлари олиб борилмоқда. Тижорат банкларининг капитали етарлилигига нисбатан талаблар оширилмоқда, тижорат банклари капитали таркибида уларнинг инқироз ҳолатлари таъсирига барқарорлигини таъминлайдиган барқарорлаштириш захираларини яратиш, нобанк кредит ташкилотлари учун қўшимча мажбурий иқтисодий нормативларни киритиш чоралари кўрилди.

Мамлакатимиз молия бозори миллий иқтисодиётимизда олиб борилган ислохотлар билан боғлиқ ҳолда ривож-



**3.1-расм. 2000 – 2010 йилларда ялпи ички маҳсулот (ЯИМ) ва молия бозори ўртасидаги корреляцион боғлиқлик (валюта бозори ҳисобга олинмаган) <sup>127</sup>**

ланган (3.1-расмга қаранг). Мамлакат ЯИМ билан молия бозори ўртасидаги ўзаро корреляцион боғлиқлик Чеддок шкаласи бўйича юқори ( $r=0,99$ ) экани тадқиқот асосида ойдинлашди. Бу эса ҳозирда мамлакатимиз молия бозорининг тараққиёти унинг иқтисодий ривожланишига таянишини кўрсатади.

Мамлакатимиз молия бозори унинг иқтисодий ривожланиши ва молиявий ресурсларини самарали қайта тақсимлашда муҳим роль ўйнайди. Бугунги кунга келиб юртимизда яратилган ялпи ички маҳсулотга нисбатан миллий молия бозори кўлами 60 фоиздан кўпроқни ташкил этмоқда ва охиригича уч йилда мазкур кўрсаткичнинг, валю-

<sup>127</sup> Ўзбекистон альманахи 2008, альманах Ўзбекистон 2010 ва Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Суғурта назорати бўйича давлат инспекциясининг 2009, 2010 йиллари Ўзбекистон Республикасида суғурта фаолиятини тартибга солиш ва назорат қилиш бўйича ҳисобот маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.

та бозорини ҳисобга олмаганда, ўсиш тенденциясига эгаллиги иқтисодиётимизни модернизациялаш, банк-молия тизимида олиб борилган чуқур ислоҳотлар ва жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига қарши ишлаб чиқилган чоралар натижаси деб ҳисоблаш мумкин (3.2-жадвалга қаранг).

## 3.2-жадвал

**Мамлакатимиз молия бозори таркибий тузилиши (жамига нисбатан фоизда) ва унинг ялпи ички маҳсулот (ЯИМ)га нисбатан салмоғи, (фоизда)<sup>128</sup>**

Йиллар	Кредит (ссуда капиталлар) бозори		Қимматли қозғозлар бозори (ҚҚБ)		Суғурта бозори		Жами	ЯИМда молия бозорининг салмоғи (валюта бозори ҳисобга олинмаган)
	Тижорат банклари кредитлари	Тижорат банкларида аҳоли омонатлари қолдиғи	Корпоратив ҚҚБ ҳажми	Муомаладаги давлат қимматли қозғозлари	Суғурта мукофотлари	Суғурта қопламалари		
2000	85,85	7,95	1,49	3,76	0,73	0,21	100	35,17
2001	88,63	7,68	1,18	1,62	0,73	0,15	100	44,91
2002	88,86	7,77	1,33	1,28	0,69	0,08	100	42,27
2003	86,88	8,96	2,08	1,26	0,75	0,08	100	37,24
2004	84,04	11,09	2,84	1,12	0,81	0,10	100	33,29
2005	80,77	14,22	2,98	1,04	0,89	0,10	100	31,37
2006	74,14	18,01	5,99	0,86	0,88	0,12	100	26,61
2007	75,27	16,18	6,46	0,81	1,14	0,14	100	22,42
2008	71,12	19,24	7,91	0,59	0,97	0,17	100	24,32
2009	68,80	23,43	6,03	0,43	1,15	0,17	100	25,86
2010	64,38	24,81	9,38	0,30	0,98	0,15	100	28,99

<sup>128</sup> Ўзбекистон альманахи 2008, альманах Ўзбекистон 2010 ва Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Суғурта назорати бўйича давлат инспекциясининг 2009, 2010 йиллари Ўзбе-

Молия бозорида олиб борилган ислохотлар кредит (ссуда капиталлар) бозорида тижорат банкларига аҳоли омонатларини кенг жалб этишга, қимматли қоғозлар бозори (ҚҚБ)да корпоратив ҚҚБни ҳамда суғурта бозорини ривожлантиришга қаратилаётганини тадқиқотлар натижа-сида аниқлашимиз мумкин.

Жаҳон иқтисодий инқирози ўтиб бораётган ҳозирги шароитда банк-молия тизими фаолиятини мустаҳкамлаш ва сифат жиҳатидан яхшилаш муҳим аҳамият касб этади. Мамлакатимизнинг молиявий-иқтисодий барқарорлиги кўп жиҳатдан банкларнинг самарали фаолиятига боғлиқ. Ҳозирда банк тизимини ислох қилиш борасидаги энг муҳим вазифалар банкларнинг устав капиталини кўпайтириш, аҳоли, тадбиркорлик субъектлари ва сармоя кири-тиши мумкин бўлган инвесторлар, жумладан, хорижий инвесторларнинг бўш пул маблағларини жалб қилиш учун акциялар чиқариш, уларни фонд бозорларида фаол жой-лаштириш каби комплекс чораларни амалга оширишдан иборат. *Банклар капиталлашув даражасининг оширилиши ва низом жамғармаларининг кўпайтирилиши ин-қироз шароитида молия бозорининг асосий сегмент-ларидан кредит бозори мустаҳкамлигини оширишнинг ва тараққиётининг муҳим омилларидан бири бўлди.*

Аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг бўш маб-лағларини банк секторига жалб қилишда таъсирчан ва узоқ муддатли рағбатлантириш омилларини ташкил этиш, иқтисодиётнинг реал секторига кредит ажратишни кўпай-тириш учун банкларнинг имконияти кенгайтирилди. Фу-қароларнинг банклар депозитларидаги омонатлари, улар-нинг миқдоридан қатъи назар, давлат томонидан тўла кафолатланиши, иқтисодиётни модернизациялаш ва банк-молия тизимида ислохотларни чуқурлашуштириш

---

кистон Республикасида суғурта фаолиятини тартибга солиш ва назорат қилиш бўйича ҳисобот маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.

банкларда аҳоли омонатлари кўпайишига замин яратди. Бугунги кунга келиб молия бозорида тижорат банкларидаги аҳоли омонатлари қолдиғи 2010 йил якунига кўра қарийб 25 фозни ташкил этмоқда, бу эса 2000 йилга нисбатан 17 фоизли пунктга кўпдир, натижада банкларнинг кредит портфели таркиби тубдан ўзгарди (3.2-жадвалга қаранг). 2000 йили кредит портфелининг қарийб 54 фоизи ташқи қарзлар эвазига, 2010 йили банкларимиз жами кредит портфелининг 85,1 фоизи ички манбалар ҳисобидан шаклланган.<sup>129</sup> Миллий молия бозорида узоқ муддатли молиявий инвестицияларнинг кўпайиши мамлакат иқтисодиётининг барқарор ривожланаётганидан далолат. Мамлакатимиз тижорат банкларида 3 йилдан ортиқ муддатга берилган кредитларнинг ҳозирги пайтда банклар кредит портфелининг умумий ҳажмидаги улуши 75,2 фоизга етгани, сўнги ўн йилда 28 баробар кўпайгани<sup>130</sup>, ЯИМнинг доимий ўсиб бориши юқоридаги фикримиз исботидир. Банк хизматининг янги турларини жорий этиш, аҳоли ва хўжалик субъектларининг бўш маблағларини банкларнинг узоқ муддатли депозитларига жалб этишни кўпайтириш, мамлакат иқтисодиётига киритиладиган узоқ муддатли кредит қўйилмалари улушини ички манбалар ҳисобидан оширишга қаратилган иқтисодий ислохотлар молия бозорида узоқ муддатли инвестицияларни кўпайтирди. *Тижорат банклари фаолиятини баҳолашда узоқ муддатли кредит қўйилмалари улушининг ўсиши ва уни ички манбалар орқали таъминлаш мезонларига асосий эътибор қаратилиши молия бозорини барқарор ривожлантиришдаги асосий омиллардан бирига айланди.*

Мамлакатимиз молия бозорининг асосий ютуқларидан бири унинг бугунги кунда асосини ташкил этувчи банк тизи-

---

<sup>129</sup> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тайёрланди.

<sup>130</sup> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тайёрланди.

мига жаҳоннинг нуфузли рейтинг агентликларидан бири – «Мудис» томонидан бир йўла учта йўналиш, яъни банк-молия тизими барқарорлиги, миллий валютада ва хорижий валютада узоқ муддатли депозит рейтинги йўналишлари бўйича «барқарор» даражаси берилганидир. Мамлакатимиз молия бозорида ушбу агентликнинг «кредит бериш қобилияти» бўйича ижобий, «Фитч», «Стандарт энд Пурс» халқаро рейтинг агентликларининг «барқарор» рейтингини олган банк муассалари ҳам мавжуд, улар ҳозирда мамлакатимиз банк тизими умумий активларининг 90 фоиздан ортигини ташкил этмоқда.<sup>131</sup> Бугунги кунда мамлакатимизнинг 15 та тижорат банки «Фитч Рейтингс», «Мудис» ва «Стандарт энд Пурс» каби етакчи халқаро рейтинг агентликларининг «барқарор» деган рейтинг даражасига эга.

Банк тизимининг институционал таркиби ҳам молия бозоридаги ислоҳотлар натижасида ўзгариб борган. 2005 йилга нисбатан 2010 йили тижорат банклари сони 29 тадан 31 тага кўпайган.<sup>132</sup> Ушбу ўзгариш акциядорлик тижорат банклари ҳамда хусусий банклар сонининг ортиши билан содир бўлган, бу ҳолат банк тизимида хусусий капитал ривожланаётганидан далолат.

*Ҳозирда Ўзбекистон банк тизими қатъий халқаро талабларга жавоб берадиган энг барқарор тизимлардан бирига айланиши мамлакатимиз молия бозорининг асосий иштирокчиларига жаҳонда юз берган молиявий инқирознинг таъсирини камайтирди.*

Мамлакат иқтисодиётида корпоратив қимматли қоғозлар бозори савдо айланмаси ортиб бормоқда. Лекин ушбу бозорнинг иқтисодиётда тутган ўрни бошқа мамлакатларга нисбатан кичик. Жаҳонда молия бозори асосий сегментларидан бўлган қимматли қоғозлар бозорининг мамлакатимиз

---

<sup>131</sup> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тайёрланди.

<sup>132</sup> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тайёрланди.

молия бозоридаги кўлами ортиб бораётган эса-да, ҳозирда қимматли қоғозлар бозорининг мамлакат ЯИМга нисбатан салмоғи ўртача 2 фоизни ташкил этади (3.2-расмга қаранг).

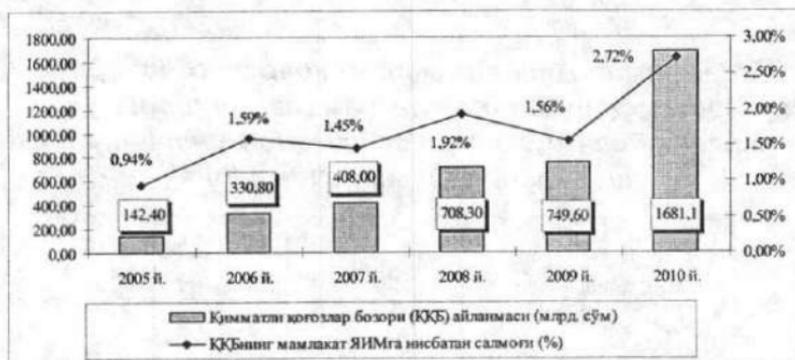
Миллий қимматли қоғозлар бозорида савдо айланмаларининг сезиларли кўтарилишида асосий омил акциялар бозорининг ўсишидир, ушбу бозорда бирламчи бозор умумий савдонинг асосини ташкил этмоқда. Республикамиз акциядорлик жамиятларининг жадал эмиссион фаолияти оқибатида бирламчи бозордаги савдо айланмалари ўсиши кузатиляпти. Сўнгги беш йил ичида қимматли қоғозлар бозоридаги тенденциялардан бири, акционерлик жамиятлари сонининг бирмунча камайтирилишига қарамай, жами низом фондининг ошишидир. Бунга асосий сабаб акционерлик жамиятларининг минимал устав жамғармасига қўйилган талаб 400 минг АҚШ доллари эквивалент суммасини ташкил этиши белгилангани ҳисобланади. 2001 – 2009 йиллар оралиғида акционерлик жамиятлари сони 3035 донага камайган эса-да, уларнинг устав жамғармаси 4188 млрд сўмга ортган.<sup>133</sup>

Охириги йилларда тармоқлар жиҳатидан олганда акционерлар жами низом фонди ортишининг энг юқори кўрсаткичлари автомобиль саноати, тижорат банклари соҳалари, нефть-газ, фармацевтика ва қурилиш тармоқлари корхоналарида кузатилмоқда. Қимматли қоғозлар бозори савдо айланмаларининг ўсиши асосан бозорнинг уюшмаган сегменти ҳисобига юзага келмоқда, бу сифатли бозорга талаб юқорилигини кўрсатади (3.3-расмга қаранг).

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг амалдаги лицензиялари ушбу бозор иштирокчилари ва инвестицион фаоллигини кўрсатади. 2010 йил охиридаги ҳолатга кўра қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият юритиш учун амал қилиб турган лицензияларнинг умумий сони 120 донани ташкил этди, бу

---

<sup>133</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.



**3.2-расм. Қимматли қоғозлар бозорининг мамлакат ЯИМга нибатан салмоғи (%)<sup>134</sup>**

кўрсаткич 2005 йилга нисбатан 63 фоизга камайган эсада, қимматли қоғозлар бозорининг умумий савдо ҳажми 11,8 баробарга ошди. 2010 йили жами 11 та лицензия берилди (3.3-жадвалга қаранг).



**3.3-расм. Қимматли қоғозлар бозорида уюшган ва уюшмаган бозорлар кўлами<sup>135</sup>**

<sup>134</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказининг 2006 – 2010 йиллар бўйича ҳисоботлари, Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллифлар ҳисоб-китоби.

<sup>135</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.

## 3.3-жадвал

**Мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорига  
профессионал фаолиятни амалга ошириш учун  
лицензияга эга бўлган инвестицион институтлар  
динамикаси, давр якунида (дона)<sup>136</sup>**

№	Профессионал фаолият турлари	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1.	Инвестициявий воситачи	94	89	94	99	61	34
2.	Инвестиция компанияси	12	12	12	-	-	-
3.	Инвестиция маслаҳатчиси	25	24	23	21	17	15
4.	Депозитарий	36	38	40	37	34	30
5.	Реестр сақловчи	47	47	46	-	-	-
6.	Хусусийлаштирилган инвестицион фондлар	8	5	2	2	2	2
7.	Инвестиция активларини ишончли бошқарувчи <sup>137</sup>	65	65	54	51	26	23
8.	Инвестиция фонди	17	13	11	9	7	9
9.	Қимматли қоғозларнинг номинал сақловчиси	15	15	17	-	-	-
10.	Ҳисоб-клиринг палатаси	2	2	2	2	2	2
11.	Биржадан ташқари савдолар ташкилотчиси	1	2	2	2	2	2
12.	Трансфер-агентлар	-	-	-	-	2	3
	<b>Жами</b>	<b>322</b>	<b>312</b>	<b>303</b>	<b>221</b>	<b>153</b>	<b>120</b>

2008 йил 22 июлда «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Қонун қабул қилиниши ушбу бозор инфратузил-

<sup>136</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказининг 2005 – 2010 йиллар якунлари бўйича маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

<sup>137</sup> «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Қонун қабул қилингунга қадар бошқарувчи компания.

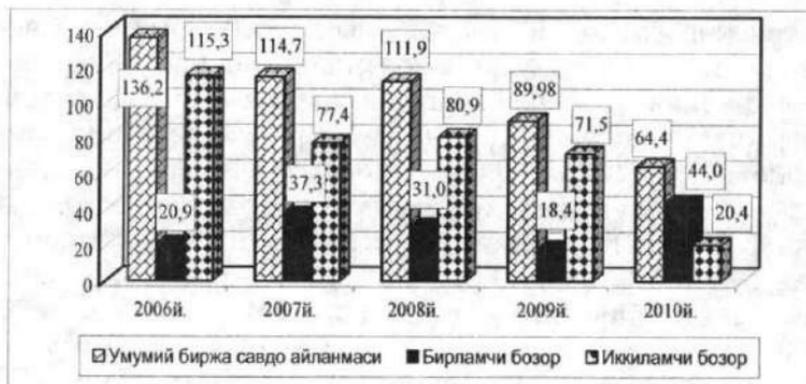
масининг иқтисодий инқироз давридаги такомиллашуви-га сабаб бўлди. Қимматли қоғозлар бозорида турли касбий фаолият турларини бирлаштиришга қўйилган чекловлар олиб ташланди. Қонунга мувофиқ, инвестиция компанияси, реестр сақловчи, қимматли қоғозлар номинал сақловчисининг фаолияти қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият сифатида лицензияланмайдиган бўлди. Бу илгари берилган 150 дан ортиқ лицензиянинг амал қилишини тўхтатишга олиб келди ва бозорнинг институционал сифатини оширди.<sup>138</sup> Ҳозирда қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари томонидан эмитентлар ва инвесторларга хизмат кўрсатиш тартибини сезиларли осонлаштирадиган, уларнинг вақт ва молиявий харажатларини анча камайтириш имконини берадиган «ягона ойна» тизими жорий этилган.

Мамлакатимиз «Тошкент» республика фонд биржасида («Тошкент» РФБда) ўтган тўрт йил давомида доимий пасайиш тенденцияси кузатилган, яъни ўтган 5 йил давомида қарийб 53 фоизга пасайган (3.4-расмга қаранг).

Шу давр оралиғида бирламчи бозорнинг иккиламчи бозорга нисбатан анча жонланганини кўришимиз мумкин, яъни бирламчи бозорнинг умумий салмоққа нисбатан улуши 15,4 фоиздан 31,7 фоизга ошган, иккиламчи бозор эса 84,6 фоиздан 68,3 фоизга тушган. Фонд биржа бозоридаги акциялар айланмасининг мамлакат қимматли қоғозлар бозоридаги улуши ҳам камайиш тенденциясига эга. Бундай тенденция қимматли қоғозларнинг биржадан ташқаридаги айланиши кенгайганини ошкор этиб, биржа бозорига чиқадиган қимматли қоғозларга нисбатан талабнинг ошиб бораётганини кўрсатади. Аммо қимматли қоғозлар бозорида биржа бозори салмоғининг камайиши инқироз шароитида ушбу бозорни ривожлантириш заруратини кўрсатади.

---

<sup>138</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказининг 2006 – 2009 йиллар бўйича ҳисоботлари.



**3.4-расм. «Тошкент» республика фонд биржаси йиллик савдо айланмаси (млрд сўм)<sup>139</sup>**

Мазкур ҳолатни яхшилаш борасида ҳукуратимиз турли чора-тадбирлар кўрмоқда. Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-475 сонли 2006 йил 27 сентябрдаги қарори ва Вазирлар Маҳкамасининг «Қимматли қоғозлар бозори инфратузилмасини ривожлантиришга оид қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги 160-сонли 2008 йил 28 июлдаги қарорида қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш, унинг ошкоралиги ва барқарор фаолиятини таъминлаш, замонавий ахборот-коммуникация технологияларини татбиқ этиш, хўжалик юритувчи субъектлар томонидан инвестициялар жалб қилинишини фаоллаштириш, қимматли қоғозлар бозори инфратузилмасини янада ривожлантириш, унинг субъектларини институционал жиҳатдан мустаҳкамлаш, қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари фаолиятига замонавий ахборот технологияларини жорий этиш ҳамда уларнинг фаолиятини

<sup>139</sup> [www.uzse.uz](http://www.uzse.uz) – «Тошкент» республика фонд биржаси сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

тартибга солиш тизимини такомиллаштириш каби мақсадлар қўйилган.

«Тошкент» РФБ акциядорларининг устав фонди 1 млрд сўмгача кўпайтирилди. Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази, инвестиция институтлари бирлашмалари, «Тошкент» РФБ ҳамда рейтинг агентлари билан биргаликда қимматли қоғозлар бозори амалиётига қимматли қоғозлар ва уларнинг эмитентларини рейтинг баҳолаш ҳамда кенг тарғиб қилиш ишларини олиб бормоқда. Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси ҳузуридаги Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази «Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг мажбурий нормативлари тизими тўғрисида»ги ва «Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларини ички назорат қилиш тўғрисида»ги низомларни ишлаб чиқди ва уларни амалиётга жорий этди.



3.5-расм. Қимматли қоғозлар бозорида корпоратив облигацияларни сотиш динамикаси (млрд сўм)<sup>140</sup>

<sup>140</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказининг 2006 – 2010 йиллар бўйича ҳисоботлари асосида муаллифлар ҳисоб-китоби.

Корпоратив қимматли қоғозларнинг облигациялар бозори сегментида 2005 йилдан 2009 йилгача пасайиш тенденцияси кузатилган (3.5-расмга қаранг). «Тошкент» РФБда облигациялар савдоси 2006 йилга нисбатан 2010 йили 99 фоизга камайган. Фикримизча, облигациялар бозорида мазкур ҳолат шаклланишига корпоратив облигациялар чиқарувчи эмитентларга нисбатан қимматли қоғозлар бозори барқарорлигини таъминлаш ҳамда мустаҳкамлигини ошириш мақсадида талабларнинг кўпайтирилиши сабаб бўлган. 2010 йилга келиб уюлмаган бозорда облигациялар ҳажми кескин ортганини кузатиш мумкин. Бу тижорат банкларига корпоратив облигациялар чиқаришга имкониятнинг яратилиши билан боғлиқ.

Ҳозирда корпоратив облигациялар чиқариш очиқ турдаги акциядорлик жамиятлари томонидан:

– облигациялар чиқариш тўғрисида қарор қабул қилинган кунга аудитор ташкилотининг хулосаси билан тасдиқланган ўз шахсий капитали миқдори доирасида;

– кейинги уч йил ичида рентабеллик, тўлов қобилияти, молиявий барқарорлик ва ликвидлик жиҳатидан ижобий кўрсаткичларга эга, аудитор ташкилотининг хулосалари билан тасдиқланган, мустақил рейтинг баҳосини олган ОАЖлар;

– эмитентлар томонидан инвесторларга тегишли маблағларни тўлаш бўйича тўлов агентлари вазифасини бажарувчи тижорат банклари иштирокида амалга оширилмоқда.

2009 йил 16 декабрдан барча мулкчилик шаклидаги тижорат банкларга корпоратив облигациялар чиқариш ҳуқуқи берилди. Банкларга бундай шароитнинг яратилиши узоқ муддатли молиявий ресурсларни банк фаолиятига жалб этиш, улар ёрдамида иқтисодийнинг реал секторини ва йирик инвестицион лойиҳаларни самарали молиялаштириш имконини бериш билан бир қаторда инқироз даврида мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорининг барқарор ривожланишини таъминлайди. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009 йил 28 июлда-

ги «Тижорат банкларининг инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтириладиган узоқ муддатли кредитлари улушини кўпайтиришни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги қарори уларга бундай имконият яратилишини зарурат қилиб қўйганди.

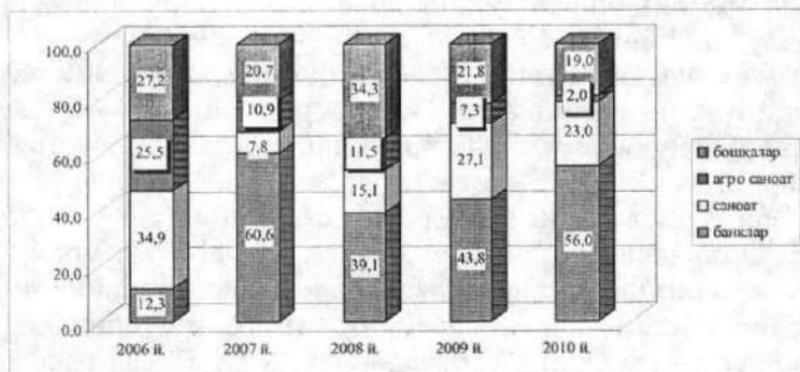
Фонд биржасида корпоратив облигациялар бўйича РЕПО операцияларининг амалга оширилаётгани молиявий инқироз шароитида корхоналарга фонд бозори орқали маблағлар жалб этишининг энг самарали йўлларида бири экани амалиётда ўз тасдиғини топди. РЕПО операциялари бўйича савдо ҳажми 2009 йили 15,8 млрд сўмга етиши 2007 йилга нисбатан 2,5 марта кўп демакдир. Бироқ биржа савдоларининг камайиши РЕПО операцияларига ҳам салбий таъсир кўрсатди, 2010 йили биржа савдоларидаги РЕПО операциялари салмоғи 2009 йилга нисбатан 4,9 фоизли пунктга камайиб, 12,7 фоизни ташкил этган.<sup>41</sup> РЕПО операцияларининг инқироз шароитида бундай ижобий кўрсаткичга эга бўлиши миллий қимматли қоғозлар бозоримиз облигациялар секторининг истиқболдаги ривожланиш йўналишларидан бирини кўрсатмоқда.

Молия бозори барқарорлигини таъминлашда ушбу бозор иштирокчиларининг тармоқлар бўйича диверсификацияси муҳим. Мамлакатимизда молия бозорининг асосий концентрацияси тижорат банклари ҳиссасига тўғри келади (3.6-расмга қаранг).

Расм маълумотлари кўрсатадики, иқтисодиёт саноат ва бошқа тармоқларининг фонд бозоридagi салмоғи ортиб бориши иқтисодиётнинг реал секторига молия бозори орқали маблағларни йўналтириш кўпаяётганини ва молия бозорининг иқтисодиёт тармоқлари бўйича диверсификацияси кучаяётганини билдиради.

---

<sup>41</sup> [www.uzse.uz](http://www.uzse.uz) – Бюллетень «Биржевое обозрение». Декабрь, 2006 – 2010.



**3.6-расм. Тошкент РФБ савдо айланмасининг иқтисодий тармоқлари бўйича таркиби (жамига нисбатан улуши, фоизда)<sup>142</sup>**

Мамлакатимиз фонд бозори ривожланишининг ҳудудлар бўйича тақсимотида Тошкент шаҳридаги савдолар ҳажмининг етакчилик қилиши ёки савдолар асосини ташкил этиши (2006 – 2009 йиллари фонд бозорининг умумий савдосидаги салмоғи ўртача 64 фоиздан юқори<sup>143</sup>) миллий фонд бозори барқарорлигига таъсир кўрсатувчи муҳим омиллардан биридир. Бу республикаимиз фонд бозорини минтақалар бўйича диверсификациялашни тақозо этади.

Қимматли қозғалар бозорида акционерлик жамиятларининг капиталига, бозорнинг профессионал иштирокчиларига ва биржа бозорига чиқадиган қимматли қозғаларга бўлган талабларнинг кучайтирилиши ҳамда ЯИМга нисбатан Ўзбекистон қимматли қозғалар бозорининг кичик даражада бўлиши жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг Ўзбекистон фонд бозори орқали

<sup>142</sup> [www.uzse.uz](http://www.uzse.uz) – Бюллетень «Биржевое обозрение». Декабрь, 2006 – 2010.

<sup>143</sup> [www.uzse.uz](http://www.uzse.uz) – Бюллетень «Биржевое обозрение». Декабрь, 2006 – 2009.

миллий иқтисодиётга таъсирини юмшатган омиллардан бўлди. Лекин мазкур омиллар мамлакатимиз фонд бозори тараққиётига тўсқинлик қилмаслиги лозим. Миллий фонд бозоримиз ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари тараққиёт даражасига эришиши учун ушбу бозорнинг ривожланишини жадаллаштириш, унинг инфратузилмасини таркибий ўзгартиришлар орқали самарадорлигини ошириш, бозорнинг инвестицион жозибadorлигини ошириш зарур.

Ривожланган ва ривожланаётган МДХ мамлакатларида фонд бозорининг амалдаги ҳолати кўрсатадики, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози уларнинг фаолиятига катта салбий таъсир кўрсатган. Жумладан, Ўзбекистон молия бозорининг таркибий қисми бўлмиш «Тошкент» РФБ савдолар ҳажми ҳам инқирознинг салбий томонларини ўзида намоён этган. Фонд бозорига инқирознинг таъсири асосан 2009 йилда бўлиб, халқаро валюталардаги акцияларнинг савдо ҳажми ўтган йилга нисбатан 50 фоизга пасайган. 2010 йили ҳам ушбу тенденция давомийлиги кузатилди (3.7-расмга қаранг).



### 3.7-расм. «Тошкент» РФБда ЭКВда сотилган акциялар динамикаси<sup>44</sup>

<sup>144</sup> [www.uzse.uz](http://www.uzse.uz) – «Тошкент» республика фонд биржаси сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

Хорижий мамлакатлар фонд бозорлари орқали мамлакатимиз корхона ва ташкилотларига инвестицияларни жалб этиш амалиётини йўлга қўйиш, яъни халқаро қимматли қоғозлар кўринишида акциялар ва облигацияларни чиқариш учун ўтган асрнинг сўнгги йилларидан<sup>145</sup> олиб борилган турли иқтисодий ислохотлар ниҳоясига етгани йўқ.

Ҳозирда Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси ва қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларининг 2011 йилдан:

– қимматли қоғозлар бозори инфратузилмаси институтлари фаолияти ва уларнинг ўзаро ҳамкорлигини мувофиқлаштиришни кучайтириш, ҳисобга олиш тизимини соддалаштириш, қимматли қоғозларга оид битишувларга ҳисобкитоб-клиринг хизмати кўрсатишни такомиллаштириш;

– қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларининг дастурий-техник таъминотини бирхиллаштириш ва стандартлаштириш, электрон ҳужжат айланишини кенг кўламда жорий этиш ҳамда ундан фойдаланиш;

– жисмоний шахсларнинг қимматли қоғозларга оид операцияларда, жумладан, қимматли қоғозларнинг пластик карточкалардан фойдаланган ҳолда олди-сотди операцияларида иштирокини соддалаштириш;

– қимматли қоғозлар бозори маълумотларининг ягона ахборот базасини шакллантириш учун шарт-шароитлар яратишни таъминлайдиган Қимматли қоғозлар бозорининг ягона дастурий таъминот комплексини жорий этиш ишлари кетмоқда.

---

<sup>145</sup> 1998 йил 6 майда Вазирлар Маҳкамаси томонидан Ўзбекистон фонд бозорини халқаро сармоялар бозорига интеграциялаштириш тадбирлари режаси тасдиқланди, ушбу ҳужjatга 1999 йил 21 майда ўзгартиш киритилган. Манба: Каримов Н.Ф. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Тошкент: Fan va texnologiya, 2007. – Б.240, 58 – 62, 97 – 101, 103 – 108, 217 – 218.

## 3.4-жадвал

**Ўзбекистон Республикасида чет эл  
инвестициялари ҳамда кредитларининг  
ўзлаштирилиши динамикаси<sup>146</sup>**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Чет эл инвестиция ва кредитлари, млрд сўм</b>	369,6	306,2	479,5	659,9	687,0	748,3	1247,7	2193,7	4058,1	4439,0

Ўзбекистон молия бозорида давлатнинг ички ва ташқи қарзларини камайтиришга, мамлакат иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кенг жалб этишга қаратилган самарали иқтисодий-молиявий ислохотларнинг олиб борилиши 2008 йили бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг ушбу бозорга таъсирини камайтирган омиллардан биридир. Муомаладаги давлат қимматли қоғозлари 2010 йил якунига кўра мамлакат ЯИМга нисбатан 0,1 фоиздан кам кўрсаткични, давлат кафолати остида жалб этилган инвестициялар ва кредитлар 0,9 фоизни ташкил этиши, давлатнинг ташқи қарзи ҳажми камайиш тенденциясига эгаллиги, 2010 йили республикада ўзлаштирилган чет эл инвестициялари ва кредитлари 2001 йилга нисбатан 12 мартага кўпайгани ҳукуратимиз томонидан миллий молия бозорининг тўғридан-тўғри тартибга солишга устуворлик берилаётганидан далолат (3.4-жад-

<sup>146</sup> Давлат статистика қўмитасининг маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

валга қаранг). Давлатнинг ички ва ташқи қарзи бўйича шаклланган бу кўрсаткичларни халқаро мезонлар бўйича «ҳар жиҳатдан мақбул ҳолат» деб ҳисобланишини таъкидлаш ўринли, албатта.

Чет эл инвестициялари ҳамда кредитларининг ўзлаштирилишида тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар салмоғининг ортиб бориши, миқдорининг ўсиш тенденциясига эгаллиги, яъни 2010 йили 2001 йилга нисбатан 60 мартага кўпайгани, миллий иқтисодий имизнинг асосий капиталга инвестицияларига ва қимматли қоғозлар бозори савдолар ҳажмига нисбатан портфель инвестициялар ҳажми мос равишда 2 ва 30 фоиздан ортмаслиги иқтисодий ислохотларнинг ижобий самарасидир (3.8-расмга қаранг). Буларнинг барчаси мамлакатимизда етарлича халқаро валютавий тўловга қобилликни, макроиқтисодий барқарорликнинг таъминланганини кўрсатади.

Мамлакатимиз молия бозорининг энг кичик сегменти суғурта бозори ҳисобланади. Охириги йилларда миллий молия бозорининг бошқа сегментларига нисбатан ушбу бозор тараққиёти жадал суръатларда кечмоқда. Иқтисодий эркинлаштириш, модернизациялаш инқирозга қарши чоралар кўриш шароитида суғурта соҳасида олиб борилган иқтисодий ислохотлар суғурталовчилар томонидан 2010 йили 175 млрд сўм суғурта мукофотлари йиғилишига олиб келди, бу кўрсаткич 2000 йилга нисбатан 20 баробарга кўпдир.<sup>147</sup>

2009 йили мажбурий суғуртанинг амалдаги турлари ислох қилиниши ҳамда янги турлари жорий этилиши суғуртанинг мажбурий турлари бўйича умумий суғурта бозорида мукофотлар кўпайишига олиб келди. Хусусан, транспорт воситалари эгаларининг фуқаролик жавобгар-

---

<sup>147</sup> Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Суғурта назорати бўйича давлат инспекциясининг маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.

лигини мажбурий суғурталаш (ФЖМС) шартномалари ҳамда иш берувчининг фуқаролик жавобгарлигини мажбурий суғурталаш шартномалари тузилди. 2010 йил якунлари бўйича суғурталашнинг мажбурий турлари бўйича суғурта мукофотининг жами суғурта мукофоти ҳажмидаги улуши 27 фоизни ташкил этди, бу 2008 йилга нисбатан 19 фоизга кўп демакдир.<sup>148</sup> 2009 йилнинг I чорагида суғуртанинг мажбурий турлари бўйича суғурта мукофотининг каттагина улуши транспорт воситалари эгаларининг фуқаролик жавобгарлигини мажбурий суғурталаш бўйича шартномалар оммавий равишда тузилгани билан изоҳланади. Суғурта мукофотлари йиғимининг юқори суръатлари давлат улушига эга йирик суғурта компаниялари ҳамда нодавлат суғурта компанияларининг барқарор ривожланиши ҳисобига эришилмоқда. Суғурта бозорининг муҳим кўрсаткичларидан бири суғуртачиларнинг шахсий маблағлари саналади, бу биринчи навбатда уларнинг устав капитали миқдори билан белгиланади. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 21 майдаги 872-сонли қарорига мувофиқ суғуртачилар устав капиталига бўлган талабларнинг кучайтирилиши 2009 йили мамлакатимиз суғурта ташкилотларининг жами устав капитали 183 млрд сўмни ташкил этишига олиб келди, бу 2004 йилга нисбатан 2,5 баробар, кўрсаткичлар ўсиб бормоқда.<sup>149</sup>

---

<sup>148</sup> Бир қатор экспертлар фикрича, ўтиш даври иқтисодий-тида мажбурий суғурта турларининг жами суғурта мукофоти ҳажмидаги улуши суғурта мукофоти умумий ҳажмининг камида учдан бир қисмини ташкил этиши керак. Қаранг: Қўлдошев Қ.М. Суғурта бозорини ривожлантириш ва бошқариш муаммолари: Иқт. фан. номз... дис. автореф. – Тошкент, 2009. – Б.16; [http://www.bfa.uz/res/downloads/kuldoshev\\_k.pdf](http://www.bfa.uz/res/downloads/kuldoshev_k.pdf)

<sup>149</sup> Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Суғурта назорати бўйича давлат инспекциясининг маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.



### 3.8-расм. Хорижий инвестициялар ва кредитларни жалб этиш шакллари (жамига нисбатан фоизда)<sup>50</sup>

Ҳозирда суғуртачилар учун устав капиталининг минимал ўлчамлари куйидагича белгиланди:

- ўз фаолиятини умумий суғурта тармоғида юритувчилар учун 750 минг еврога эквивалент суммада;
- ҳаётни суғурталаш тармоғида 1000 минг еврога эквивалент суммада; мажбурий суғурта бўйича 1500 минг еврога эквивалент суммада;
- фақат қўшимча суғурталаш бўйича 4000 минг еврога эквивалент суммада.

2005 йилдан кейинги даврда давлат мулки қатнашган суғурта компанияларининг суғурта бозорида мукофотларни йиғишдаги улуши камаймоқда. 2003 йилга нисбатан мазкур кўрсаткич 2009 йили 1,9 баробарга қисқарган. 2005 йили жами суғурта шартномаларининг 98 фоизи давлат мулки қатнашган суғурта компаниялари томонидан тузилган, бу кўрсаткич 2009 йили 86 фоизни, 2010 йили эса 77 фоизни ташкил этган. 2010 йилга келиб мамлакатимиз суғурта бозорида суғуртанинг асосий турлари бўйича их-

<sup>150</sup> Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

тиёрий суғуртанинг етакчилиги сақланиб қолмоқда, яъни умумий бозордаги суғурта мукофотларининг 73 фоизи ихтиёрий суғуртага тўғри келяпти.<sup>151</sup> Ҳозирда суғурта компанияларининг минтақаларда 6700 дан ортиқ бўлинмалари ва агентлари мавжудлиги ҳудудларни суғурта хизматлари билан таъминлашда муҳим омил. 2007 йилга нисбатан 2010 йили суғурта агентлари сони 2 баробардан ҳам кўпайгани жойларда суғурталовчилар ўз агентларини кўпайтириш ишларини фаол олиб борганини кўрсатади (3.5-жадвалга қаранг). 2008 йилдан суғурта бозорида аджастерлик ва сюрвейрлик ташкилотлари, актуар компаниялар ҳам фаолият юритмоқда.

## 3.5-жадвал

**Мамлакатимиз суғурта бозорининг профессионал иштирокчилари динамикаси, давр якунида (дона)<sup>152</sup>**

№	Профессионал иштирокчилар тури	2007	2008	2009	2010	
1.	Суғурталовчилар	27	31	33	34	
2.	Суғурта брокерлари	2	3	3	3	
3.	Ассистанс компаниялар	3	4	4	4	
4.	Суғурта агентлари	Юридик шахслар	350	1250	719	1310
		Жисмоний шахслар	3034	5659	4280	5486
5.	Аджастерлик ва сюрвейрлик ташкилотлари	-	4	4	4	
6.	Актуар компаниялар	-	1	1	2	

<sup>151</sup> Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Суғурта назорати бўйича давлат инспекциясининг маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.

<sup>152</sup> Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Суғурта

Охирги йилларда суғурта бозорида маълум бир компаниялар ҳукмронлиги пасайиб бориши давом этмоқда. 2009 йили дастлабки 5 та компания ҳиссасига умумий суғурта тармоғидаги жами суғурта мукофотининг 55,5 фоизи, биринчи 10 та компания улушига эса 78 фоиздан кўпроғи тўғри келди.<sup>153</sup> Суғурта бозоридаги ушбу тенденциянинг сақланиши унда рақобат кучаяётганидан дарак беради. Суғурта бозори ривожланишини билдирувчи муҳим кўрсаткичлардан бири олинган суғурта мажбуриятлари ҳажмидир. 2009 йил якунлари бўйича олинган суғурта мажбуриятлари ҳажми 53,5 трлн сўмни ташкил қилган, бу 2008 йилги даражадан 1,5 баравардан ортиқдир. 2009 йили суғуртанинг мажбурий турлари бўйича суғурта мажбуриятларининг жами суғурта мажбуриятлари ҳажмидаги улуши 2008 йил даражасидан 7 баравардан юқори бўлган. 2009 йили яратилган ЯИМдан 5,4 трлн сўмга ортиқ суғурта мажбуриятларининг олинishi суғурта бозори миллий иқтисодиётни тўлиқ қамраб олаётганидан далолат<sup>154</sup>, бу ҳолат 2010 йили ҳам кузатилди, яъни ЯИМ 61,8 трлн сўмни ташкил этган, суғурта мажбуриятлари ҳажми 9 трлн сўмдан ортиқ бўлган. 2010 йил якунлари бўйича суғурта тўловларининг ўсиши суғурта мукофотлари ўсишидан орқада қолаётгани мамлакатимиз суғуртачиларининг ижобий андеррайтинг натижасидан<sup>155</sup> дарак беради.

---

назорати бўйича давлат инспекциясининг 2009 йили Ўзбекистон Республикасида суғурта фаолиятини тартибга солиш ва назорат қилиш бўйича ҳисоботи асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.

<sup>153</sup> Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Суғурта назорати бўйича давлат инспекцияси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.

<sup>154</sup> Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Суғурта назорати бўйича давлат инспекцияси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тайёрланди.

<sup>155</sup> Андеррайтинг натижа (ёки андеррайтинг фойда) суғурта мукофотининг зарарлар ва чиқимлар (тўловлар)дан ортиқ бўлиши билан белгиланади.

*Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида суғуртачилар учун устав капиталининг минимал ўлчамлари оширилиши, мажбурий суғуртанинг амалдаги турлари ислоҳ қилиниши ҳамда янги турлари жорий этилиши, мамлакатимиз минтақалари бўйлаб суғурта агентлари сонининг кескин кўпайиши, суғурта бозорида аджастерлик, сюрвейрлик ташкилотлари ва актуар компаниялар ташкил топиши, унинг иштирокчилари ўртасидаги рақобат кучаяётгани, суғурта мажбуриятлари мамлакат ЯИМдан ортиқлиги, мамлакатимиз суғуртачиларининг ижобий андеррайтинг натижалари жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг суғурта бозорига таъсирини камайтирган омиллардан бўлди.*

Мамлакат молия бозорининг алоҳида сегменти сифатида кўзга ташланувчи ва унинг барча сегментларида ўз ўрнига эга асосий савдо жойи миллий валюта бозоридир. Мамлакатимизда жорий халқаро операциялар бўйича эркин конвертацияни таъминлашга тадрижий ёндашилди, 2003 йил 15 октябрга келибгина ХВФнинг келишув моддалари VIII бўлимининг тегишли пунктлари (2<sup>а</sup>, 3 ва 4) бўйича мажбуриятларга имзо чекилди. *Валюта сиёсати соҳасида ҳам пухта ўйланган, узоқни кўзлаб амалга оширилган тадрижий чоралар жаҳон молиявий инқирозининг мамлакатимизга таъсирини юмшатиш имконини берди.*

Алоҳида эътибор қаратилиши лозим масалалардан бири шундаки, глобал молиявий беқарорлик шароитида миллий валюта алмашув курсини сунъий равишда юқори ушлаб туриш, унинг асосий савдо ҳамкори бўлган давлатлар валюталарига нисбатан реал алмашув курсининг ошиб кетишига йўл қўйиш мумкинмас. Чунки ўз вақтида миллий валютанинг жадаллаштирилган девальвациясига йўл қўймаслик, биринчидан, халқаро валюта захиралари камайишига, иккинчидан, мамлакат экспорт товарлари рақобатбардошлигининг тушиб кетишига олиб келади.

Шу боис Ўзбекистонда 2007 – 2009 йиллари сўмнинг

АҚШ доллариға нисбатан алмашув курсининг девальвацияланиш даражаси ўсиш тенденциясига эга бўлган (3.9-расмга қаранг). Айни пайтда Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати инфляциянинг белгиланган мақсадли мўлжал (таргет) доирасида бўлишини таъминлашга қаратилмоқда.

Ўзбекистон молия бозорида жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг оқибатлари олдини олиш ва юмшатиш имконини берадиган омиллар сифатида қуйидагиларни алоҳида ажратиб кўрсатиш мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз:

– банклар капиталлашув даражасининг оширилиши ва низом жамғармаларининг кўпайтирилиши молия бозорининг асосий сегментларидан бўлган кредит бозори мустақамлигини юксалтиришнинг ва тараққиётининг муҳим омилларидан бирига айланиши;

– тижорат банклари фаолиятини баҳолашда узоқ муддатли кредит қўйилмалари улушининг ўсиши ва уни ички манбалар орқали таъминлаш мезонларига асосий эътибор қаратилиши молия бозорини барқарор ривожлантиришдаги асосий омиллардан бири экани;

– Ўзбекистон банк тизимининг қатъий халқаро талабларга жавоб берадиган энг барқарор тизимлардан бирига айланиши;

– қимматли қоғозлар бозорида акционерлик жамиятлари капиталига, бозорнинг профессионал иштирокчиларига ва биржа бозорига чиқадиган қимматли қоғозларга бўлган талабларнинг кучайтирилиши ҳамда мамлакат ЯИМга нисбатан Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорининг кичиклиги;

– мамлакатимиз эмитентларининг қимматли қоғозлари халқаро ва хорижий давлатлар фонд бозорларида муомаласининг шаклланмагани ва инқироз даврида қиймати кескин пасайган портфель инвестициялар кўринишидаги хорижий инвестицияларни миллий иқтисодиётимизга жалб этиш миқдорининг кичиклиги;

– Ўзбекистон молия бозорида давлатнинг ички ва ташқи



**3.9-расм. Ўзбекистонда инфляция ва сўмнинг АҚШ долларига нисбатан алмашув курси девальвацияси динамикаси<sup>156</sup>**

қарзларини камайтиришга, мамлакат иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кенг жалб этишга қаратилган самарали иқтисодий-молиявий ислохотларнинг олиб борилиши;

– иқтисодиётни модернизациялаш шароитида суғурта ташкилотларининг капиталлашуви, мажбурий суғуртанинг янги турлари жорий этилиши, мамлакатимиз минтақалари бўйлаб суғурта агентлари сонининг кўпайиши, суғурта бозорида аджастерлик, сюрвейрлик ташкилотлари ва актуар компанияларнинг ташкил топиши, унинг иштирокчилари ўртасида рақобатнинг кучайиши, мамлакатимиз суғуртачиларининг доимий ижобий андеррайтинг натижалари;

– валюта сиёсати соҳасида ҳам пухта ўйланган, узоқни кўзлаб амалга оширилган тадрижий чоралар ва инқи-

<sup>156</sup> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида тузилган.

роз даврида жадаллашган девальвациянинг амалга оширилиши.

Хулоса ўрнида таъкидлаш мумкинки, мамлакатимиз молия бозори барқарорлиги бозор иқтисодиётига ўтишнинг концептуал асоси орқали таъминланган. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози мамлакатимиз молия бозорига таъсир кўрсатмаган дейиш ноўрин. Инқирознинг миллий молия бозорига таъсирини юмшатовчи бир қатор омилларнинг мавжудлиги унинг ушбу бозорга салбий таъсирини камайтирган. Молия бозорида валюта сиёсати самарадорлиги ва таъсирчанлигини ошириш жаҳон молиявий инқирозининг мамлакатдаги иқтисодий барқарорликка салбий таъсирини юмшатиш, бартараф этиш имконини беради.

### 3.2. Ўзбекистонда молия бозорининг барқарор ривожланишини таъминлаш ва инвестиция фондлари фаолиятини такомиллаштириш

Давом этаётган жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi ва унинг мамлакатимиз иқтисодиётига таъсирини эътиборга олган ҳолда банк-молия тизими барқарорлигини таъминлаш муҳим устувор вазифа бўлиб қолмоқда.<sup>157</sup> Шундай экан, молия бозорининг ҳар бир сегментини яхлит мезонлар асосида илмий тадқиқ этиш республика-миз молия бозори барқарорлигининг концептуал асосларини такомиллаштиришга хизмат қилади.

Мамлакатимиз фонд бозорининг инвестицион жозибадорлигини ошириш биринчи галда ҳал қилиниши лозим масалалардан. Бунда фонд бозори орқали қулайликлари ва афзалликларини кўрсатиб, уни индивидуал ва корпоратив сармоядорларнинг бўш турган пул маблағларидан энг юқори даромад келтирувчи молиявий маконга айлантиришимиз лозим.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi ва ундан кейинги даврда бир қатор ривожланаётган мамлакатлар молия бозорини ривожлантириш, барқарорлаштириш учун концепциялар қабул қилдилар ва такомиллаштирдилар. Мисол тариқасида мамлакатимизнинг йирик ташқи иқтисодий ҳамкори бўлган мамлакатлардан Қозоғистон ва Россия Федерациясини келтириш мумкин. Мазкур концепциялар миллий молия бозорининг келажакдаги барқарор тараққиёт йўналишларини кўрсатувчи асосий ҳужжат вазифасини ўтамоқда. Молия бозори концепцияси молиявий ресурсларнинг доиравий айланмасидан четда бўлган маблағларни молия бозорига жалб этиб, уларга муҳтожларни тўлиқ таъминлаш, ресурслардан сама-

---

<sup>157</sup> Каримов И.А. Асосий вазифамиз – Ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир. – Тошкент: Ўзбекистон, 2010. – Б.56.

рали фойдаланиш йўллари ни ўзи да мужассамлаштиради.

Молия бозори концепцияси орқали ресурсларни ушбу бозорга кенг жалб этиш қўйидаги тамойиллар асосида амалга оширилиши мақсадга мувофиқ:

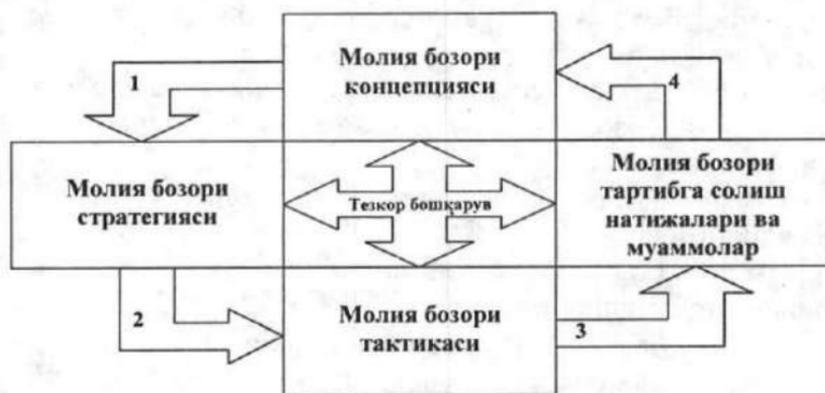
– молия бозорига ресурсларни кенг жалб этиш учун замон талабига мос молия бозори институтларини шакллантириш. Бунда турли мулк ҳуқуқини ҳимоя қилган ҳолда фонд активлари капиталлашувини ошириш, бозор инфраструктурасини ривожлантириш билан боғлиқ йирик инвестицион ва маҳаллий лойиҳаларни амалга ошириш, пенсия соҳасидаги ислохотларни жадаллаштириш, молиявий операциялар учун ва корпоратив бошқарув соҳасида замонавий қонуний-ҳуқуқий базани барпо этиш;

– молиявий ресурсларнинг доиравий айланмасидан четдаги маблағларни молия бозорига жалб қилиш. Турли мақсадли фондларда ва аҳолининг қўлида вақтинча бўш турган пул маблағларини молия бозорига жалб этиб, молия бозори кўламини кенгайтириш, молиявий институтлар капиталлашувини ошириш орқали иқтисодиётда инвестициялар ҳажмини кўпайтириш, аҳоли фаровонлиги ва бизнес учун молиявий хизматлар етарлилигини таъминлаш;

– самарали ва керакли бозор инфраструктурасини шакллантириш. Минимал трансакцион харажатлар билан мураккаб операцияларни амалга ошириш ва рискни бошқариш, корпоратив қимматли қоғозлар чиқариш, ички бозорда рискларни қайта суғурталаш, секьюритизациялаш учун имтиёзлар бериш. Молия бозорининг барча сегментлари ривожланишини мувофиқлаштирувчи марказни ташкил этиш. Чет эллик инвесторларни, эмитентларни ва воситачиларни мамлакат молия бозорига жалб этиш спекулятив операциялар ривожланишига имкон бермаслиги, ушбу ҳудудни офшор ҳудудга айлантирмаслиги, ташқи таъсир ҳисобидан иқтисодиётда шок ҳолатини юзага чиқармаслиги лозим;

– ҳукумат ва молиявий тартибга солувчи органлар кўмагида молия бозори ва унда фаолият юритувчи ташкилотларни молиявий инновациялар борасида илғор компанияларга айлантириш. Ушбу бозорда яратилган молиявий маҳсулотлар молия бозорларида ўзининг самарадорлиги, иқтисодиёт учун фойдалилиги ва аҳоли фаровонлигини ошириши билан етакчилик қилиши керак.

Бизнингча, молия бозорининг концептуал асосини яратишда стратегия, тактика, бозорни тартибга солиш натижалари ва муаммоларни эътиборга олиш лозим. Концепцияда мамлакат ва жаҳон иқтисодиётида фавқулодда ҳодисалар юз берганда ва уларнинг миллий молия бозорига таъсири кутилаётганда тезкор бошқарув йўллари ҳам акс эттирилиши зарур (3.10-расмга қаранг).



**3.10-расм. Молия бозорининг концептуал асосини яратиш кетма-кетлиги<sup>158</sup>**

Молия бозори концепцияси ушбу бозор иштирокчилари фаолиятини, фикр-мулоҳазаларини ягона тизимга бирлаштиради, бозорнинг асосий сегментлари учун ҳужжатлар мажмуаси қонунчиликдаги ўзгаришларга кўра

<sup>158</sup> Молия бозори концепциялари ва стратегияларини ўрганиш асосида муаллифлар томонидан тузилган.

молиявий хизматлар етарлилиги ва макроиқтисодий даражада алоҳида ҳужжатдир.

*Молия бозори стратегияси* маълум бир давр учун молия бозорини тартибга солувчи давлат органлари фаолиятининг устувор йўналишларини аниқлаб беради. Молия бозори стратегиясининг мақсади мамлакатда кўп ва турли молиявий воситалар таклифини бир жойга жамловчи ҳамда ушбу воситаларга бўлган талаб ички ва ташқи инвесторлар томонидан таъминланувчи, улар баҳосининг шаклланишига қулай шарт-шароит яратувчи молиявий марказни ташкил этиш, молия бозорининг сифат жиҳатдан рақобатбардошлигини ошириш орқали мамлакат иқтисодий ўсишини таъминлашдир.

Молия бозори стратегиясида қуйидаги масалалар кўриб чиқилади:

- молия бозори кўлами ва шаффофлигини ошириш;
- молия бозори инфратузилмаси самарадорлигини таъминлаш;
- унинг иштирокчилари учун қулай солиқ муҳитини шакллантириш;
- молия бозорини тартибга солишнинг ҳуқуқий асосларини такомиллаштириш;
- молия бозори барқарорлигини ошириш;
- жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида бозор беқарорлигига олиб келувчи омиллар ва воқеликлар юз беришига йўл қўймайдиган молия бозори муҳитини шакллантириш;
- инқироздан кейинги даврда макроиқтисодий ҳолатни барқарорлаштириш воситаси сифатида инвестицион фаолликни рағбатлантириш;
- инвесторлар ва молиявий хизматлар истеъмолчилари томонидан мамлакат молия бозорига ишончни мустаҳкамлаш.

*Молия бозорида тактика* ушбу бозор стратегиясида белгиланган вазифаларни босқичма-босқич амалга оши-

ришдир.<sup>159</sup> Бу вазифаларни амалга оширишда ҳукумат дастлаб ички инвесторларнинг молиявий ресурсларини сафарбар этишга асосий эътибор қаратади. Ички ресурслар мамлакат иқтисодий салоҳиятини ўзида сақлайди. Шунинг учун ички жамғармаларни кенг қўламда ва тез реал иқтисодий ривожлантириш учун жалб этиш самарали молия бозори инфратузулмасини барпо этади. Ўзбекистоннинг бозор иқтисодиётига ўтиш даврида йирик инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш ва бозор инфратузулмасини ривожлантириш учун маълум бир миқдорда хорижий инвесторлар молиявий ресурсларига бўлган эҳтиёжни талаб этади. Шунинг учун молиявий ташкилотлар фаолиятида шаффофликни таъминлаш, молиявий ресурсларни сафарбар этишда давлатнинг ролини аниқлаш, тизимли рискларнинг юзага келиши ва уларни бартараф этиш бўйича давлатнинг тартибга солиш ва назорат қилиш тизимини мустаҳкамлаш масалалари ўз ечимини топиши даркор. Молиявий хизматлар истеъмолчилари ва инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоялаши лозим. Молия бозорини инқироздан кейинги даврда ривожлантириш учун хусусий ва давлат ташкилотлари ўртасидаги ҳамкорлик иқтисодий тараққиётни молиялаштиришнинг асосий механизмига айланиши, иқтисодийнинг даврий ўзгариш тамойилидан фойдаланиш молия бозорини тартибга солиш ва назорат қилишнинг асосий воситаларидан бирига айланиши мақсадга мувофиқ.

*Молия бозорини тартибга солиш натижалари ва муаммолар* молия бозори стратегияси ва тактикасини амал-

---

<sup>159</sup> Тактика (юнонча «taktike» сўздан олинган) стратегик режанинг қисмларини амалга ошириш учун аниқ мақсадга эришишга мўлжалланган фаолият юритишнинг қатъий белгиланган усулларини мантиқийлик тамойили асосида қўллаш, маълум бир мақсадга етиш йўллари ва усуллари. Иқтисодий тактика жорий ҳолатдан чиқиш учун нисбатан қисқа муддатга мўлжалланган иқтисодий ҳолат ва фаолият йўналишидир.

га ошириш жараёнида пайдо бўлган ижобий ва салбий ўзгаришлар орқали юзага чиқади. 2008 йили бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози мамлакатлар молия бозорини тартибга солиш ва назорат қилиш тизимини мустаҳкамлаш зарурлигини кўрсатди. Бу эса молия бозорини тартибга солувчи ва назорат қилувчи ташкилотлар фаолиятида қуйидаги муҳим вазифаларни ҳал этиш кераклигини англатади:

- молия бозорини самарали тартибга солиш тизимини яратиш ва унинг барқарорлигини таъминлаш;

- молия бозорида рақобатни ошириш;

- молия бозорида иштирокчи ташкилотларни тартибга солишда иқтисодиётнинг циклик ўзгаришларига қарши тамойиллар билан фаолият юритишини амалиётга жорий этиш;

- мураккаб молиявий воситалар билан амалга ошириладиган операцияларни тартибга солиш;

- молия бозорини назорат қилиш ва тартибга солиш йўллариини такомиллаштириш.

Фикримизча, истиқболда мамлакатимизда молия бозорининг назорати ва тартибга солиш жараёнини, унинг ҳар бир сегментини ривожланиши ва ундаги фаолиятнинг ўзига хос хусусиятларини инобатга олган ҳолда, шунингдек, халқаро тартибда ўрнатилган стандартлардан келиб чиқиб, олиб бориш давомийлигини сақлаш лозим.

Жаҳонда юз берган молиявий инқироз сабаблари мамлакат молия бозорини тартибга солиш тизимини мустаҳкамлаш, қолаверса, тизимли рискларни бартараф этишга қаратилган макропруденциал<sup>160</sup> назоратни жорий этиш

<sup>160</sup> Пруденциал (инглизча «prudential», лотинча «prudens» – ақл билан, ўйлаб, мулоҳаза қилиб сўзларидан келиб чиққан) – оқилона, маъқул, эҳтиёткорлик билан, рискдан холи бўлган каби маъноларни англатади. Қаранг: Большой экономический словарь / Под ред. А.Н.Азрилияна. 7-е изд., доп. – М.: Институт новой экономики, 2007. – С.935.

зарурлигини кўрсатди. Молия бозорини тартибга солишда маропруденциал ёндашув бозорнинг алоҳида сегментлари ва молиявий институтларни назорат қилиш ва тартибга солишни кучайтиришнинг муҳим омилига айланиши керак.

Макропруденциал тартибга солишнинг асосий вазифаси молиявий-иқтисодий ҳолатни беқарорлаштирувчи шарт-шароитлар, тизимли хусусият касб этувчи риск зоналари ва объектлар (фаолият юритиш соҳалари ва бозорлар) бўйича асосий қарорлар қабул қилиш, ушбу масалаларни ҳал этиш ҳисобланади.

Халқаро амалиёт тасдиқлайдики, инқирозлар даврида мамлакатда мавжуд маълум бир тармоққа ихтисослашган банкларнинг рақобатбардошлиги паст, кўпинча давлат кўмагига муҳтож бўлишади. Бу молия бозори барқарорлигини оширишда маълум бир фаолиятга ихтисослашган банкларни кўпайтириш керакмаслигини кўрсатади. Молиявий инқироз натижасида жаҳон инвестицион банкларининг банкротга учраши улар фаолиятини тартибга солишнинг такомиллаштирилиши мамлакатлар томонидан инвестицион банкларга нисбатан алоҳида талабларни яратиш зарурлигини тасдиқлади.

Мамлакатимизда кредит уюшмалари фаолияти ривожланмоқда. Улар ҳажмига қараганда кичик эса-да, аммо рисклилиги юқори кредитларни тақдим этиб келмоқда. Молиявий инқироз натижалари уларнинг бир қарздорга нисбатан мажбуриятлар миқдорини қайта кўриб чиқиш, молиявий фаолиятдан фоиз ва бошқа кўринишларда фойда олишнинг ҳуқуқий асосларини қайта кўриб чиқиш ва такомиллаштириш заруратини кўрсатади. Суғурта бозорида қайта суғурталашнинг молиявий инқироз натижаларидан олинган сабоқлар билан боғлиқ ҳолда ривожланишини таъминлаш муҳим аҳамият касб этади. Кредит ташкилотлари барқарорлигини таъминлаш мақсадида нотижорат ташкилоти шаклида «мижозларнинг кредит тарихи» бўйича ягона маълумотлар базаси, яъни «ягона кредит бюроси» ташкил этилмоқда. Бунда уларнинг маъ-

лумотлари ишончлилигини таъминлаш учун давлат ташкилотлари билан ўзаро алоқани доимий равишда таъминлаш лозим.

Молия бозорини тартибга солиш чоралари унинг сегментларидаги ўсиш суръатларининг оптимал нисбатини таъминлаши ва иқтисодиётнинг реал сектори билан молия бозори ривожланишини мувофиқлаштириб бориши, унда «кўпиклар»нинг, молиявий ташкилотлар фаолиятида «домино» эффектига ўхшаш тизимли рискларнинг юзага келишига йўл қўймаслиги лозим. Бу молия бозорини назорат қилувчи ва тартибга солувчи ташкилотлар фаолиятини такомиллаштириш кераклигини кўрсатади. Ушбу ташкилотлар томонидан молиявий ташкилотларни чет элга инвестициялар киритиши ва кредитлар бериши бўйича қарорларни қабул қилишда шаффофликни таъминлаш бунда муҳим аҳамиятга эга.

Молиявий инқироз молия бозорини тартибга солиш тизимини такомиллаштириш заруратини кўрсатди. Инқироз даврида молиявий ташкилотларни бозор иқтисодиётнинг циклик ўзгаришларига қарши тамойиллар билан фаолият юритиши талаб этилмоқда. Бу фаол иқтисодий ўсиш даврида молиявий ташкилотлар ўз капиталини, захираларини ва активлар ликвидлигини ошириши оқибатида тўпланган иқтисодий потенциалдан иқтисодий инқироз даврида фойдаланиши лозимлигини кўрсатади. Молиявий ташкилотлар капиталларининг етарлилигига талаблар иқтисодиётнинг инқироздан кейинги ўсишининг дастлабки босқичидан бошлаб оширилиши лозим. Молиявий ташкилотлар капитал етарлилигини баҳолаш йўллари ҳам сон жиҳатдан, ҳам сифат жиҳатдан такомиллаштириб борилиши керак. Юқори riskли операцияларнинг жадал суръатлар билан ўсишига ва уларнинг бозордаги кўламига бўлган чекловлар ўрнатилиб, турли захиралар ва бозордаги истеъмол маҳсулотларини кўпайтиришга талабларни оширишга эътибор берилади.

Кредит riskини баҳолаш тартибини оптималлаштириш учун иқтисодий ўсиш даврида йўқотилиши мумкин бўлган

зарарлар ўрнини қоплаш учун захираларни шакллантириш бўйича талабларни ошириш лозим, иқтисодий пасайиш даврида бундай талабларни камайтириш мақсадга мувофиқ. Фавқулдда вазиятлар учун ҳам захиралар ташкил этиш муҳим аҳамиятга эга.

Корхоналардаги махсус захираларга қўшимча равишда динамик захираларни ташкил этиш даркор, аммо бу амалдаги захиралар ўрнига ташкил этилмаслиги керак. Динамик захиралар активлар қиймати йўқотилганда, молиявий ташкилотлар ўз мажбуриятларини бажаролмаганда, ишлатиладиган захиралар миқдорида кескин ўзгаришлар юзага келганда баланслаштирувчи восита ролини ўтайди. Молиявий ташкилотлар активлари ва мажбуриятлари ортиб бораётганда ташкилот иқтисодий-молиявий барқарорлигини таъминлаш учун махсус ва динамик захиралар ташкил этилиши лозим.

Молия бозори иштирокчилари томонидан индивидуал ва жамланма кўринишида молиявий левередж<sup>161</sup> коэффицентларининг иқтисодиётнинг циклик ўзгаришларини инобатга олган ҳолда қайта шакллантирилиши ушбу бозор барқарорлигини таъминловчи омиллардан биридир.

Хорижий валютада доимий даромадлар ва активларга, валюта рискларини хеджирлаш воситаларига эга бўлмаган қарздорлар билан хорижий валютадаги кредит муносабатларида зарурий мақсадли харажатларни (провизияларни<sup>162</sup>) шакллантириш бўйича қаттиқ талабларни

---

<sup>161</sup> Молиявий левередж – корхона қарз маблағларининг (имтиёзли акциялар ва узоқ муддатли облигацияларни) унинг капиталига нисбати. Қаранг: Большой экономический словарь / Под ред. А.Н.Азрилияна. 7-е изд., доп. – М.: Институт новой экономики, 2007. – С.514.

<sup>162</sup> Провизия – бухгалтерия ҳисоби амалиётида зарурий мақсадли харажат. Масалан, фойда (даромад) солиғини тўлаш провизияси – маълум бир давр учун фойда (даромад) солиғи тўланадиган сумма. Умидсиз қарзлар провизияси –

ўрнатиш орқали ликвидлик рискига таъсир қилувчи кредит рискини чеклаш мумкин.

Қайта молиялаштириш рискини камайтириш, банклар ликвидлигини яхшилаш чора-тадбирлари доирасида ортиқча ташқи қарзларни шакллантирмаслик масалаларига алоҳида эътибор берилиши, яъни банкларнинг ташқи қарзлари унинг жами мажбуриятларига нисбатан халқаро амалиёт даражасида бўлиши мақсадга мувофиқ. Ликвидликликни шакллантириш манбаларини диверсификациялаш мақсадида банкларнинг берилган кредитлари ва депозитлари ўртасидаги оптимал нисбатни таъминлаш учун қўшимча чора-тадбирлар қабул қилиниши лозим. Минимал захира талабларини қўллашда иқтисодиётнинг циклик ўзгаришларига қарши тамойиллар билан фаолият юритишини инобатга олиш керак.

Молия бозорида иштирокчи ташкилотларнинг инвестицион портфеллари сифати ва таркибини яхшилаш учун ҳам иқтисодиётнинг циклик ўзгаришларига қарши тамойиллар билан фаолият юритиши зарур.

Банк тизимини назорат қилиш пруденциал тартибга солишни такомиллаштириш орқали кучайтирилиши лозим. Бошқа мамлакатлар назорат ташкилотлари билан узвий ҳамкорликни ва маълумотлар алмашишни ўрнатиш орқали трансчегаравий назоратни ривожлантириш мумкин.

Рискларни бошқариш даражасини ошириш мақсадида алоҳида молиявий воситаларнинг ва ташкилотлар рискларини баҳолаш сон ва статистик усулларини кўпайтириш, уларни амалиётга жорий этиш мақсадга мувофиқ.

Молиявий ва реал активлар бозорида юзага келадиган «кўпиклар», иқтисодиётда эрта пайдо бўладиган дисбалансларнинг олдини олиш ва оптимал механизмини

---

қайтариб олиб бўлмайдиган аввал берилган кредитлар бўйича зарарларни кўзда тутувчи сумма. Қаранг: Большой экономический словарь / Под ред. А.Н.Азрилияна. 7-е изд., доп. – М.: Институт новой экономики, 2007. – С.846.

ишлаб чиқиш, тизимли рискларни минималлаштириш ўрта муддатли истиқболда устувор йўналишлардан ҳисобланиши лозим. Ушбу йўналишда олиб бориладиган молиявий-иқтисодий сиёсат макропруденциал тартибга солиш тизимини жорий этишга мўлжалланган бўлиши молия бозорининг барқарор тараққиёти учун замин ҳозирлайди.

Ривожланаётган мамлакатларда тизимли рискларни камайтиришда молия бозорининг самарали фаолияти ва унга молиявий ресурсларнинг сафарбар этилишига қараб банк тизимида хусусий сектор улушини босқичма-босқич ошириш мумкин. Мамлакатнинг барқарор иқтисодий ўсишини таъминлаш ва давлатнинг узоқ муддатли манфатлари учун молиявий ресурсларидан фойдаланиш молиявий ташкилотлар билан ҳамкорлик орқали таъминланиши даркор. Бу жараён қуйидаги асосий тамойиллар орқали таъминланиши мақсадга мувофиқ:

– инвесторларнинг узоқ муддатли иқтисодий манфатларини яратиш учун банк капиталида давлатнинг улушини фақат иқтисодий фойда олиш мақсадини амалга ошириши учун қолдириш;

– ўрта муддатли истиқболда банкларнинг капиталлашув даражасини ошириш шarti асосида ташқи ва ички инвесторлар ўртасидаги дискриминацияни йўқотиш;

– банк тизимида аҳоли омонатлари ва корхоналарнинг маблағларини жалб этиш ҳисобига иқтисодиётнинг реал секторини молиялаштириш учун тақдим қилинган ресурсларни ўрта муддатли аниқ режа асосида қайтаришни жорий этиш;

– муаммоли ссуда қарзлари ва рискли активларни бошқариш институтларини ташкил этиш, ривожлантиришга фаол кўмаклашиш;

– иқтисодиётнинг маълум бир секторини молиялаштириш устуворлигини инobatга олмай, кредит рискинни қабул қилиш даражасига қараб давлатнинг саноатни ривожлантириш сиёсати доирасида ажратиладиган молиявий ресурсларни қарздорлар ва банклар ўртасида тенг тақсимлаш тамойилига таяниш.

Иқтисодиётда юз берган инқирозли ҳолатлар, молия бозорининг барқарор ривожланиши учун ички ва ташқи салбий таъсирлардан ҳимояланиш ушбу бозор иқтисодий хавфсизлигини таъминлаш ҳамда унинг чегараларини белгилаш заруратини оширган. Бу эса молия бозорини тартибга солишдаги муаммоларнинг олдини олиш учун замин яратади. Молия бозори хавфсизлиги чегараларининг белгиланмаслиги бутун иқтисодиётда беқарорликнинг кучайишига, иқтисодий инқирозга олиб келиши мумкин. Мазкур чегараларни белгилашда бозор иқтисоди ривожланган мамлакатларга хос умумий ҳолда тан олинган меъёрлардан фойдаланиш бозор иқтисодига ўтаётган миллий иқтисодиётимизга мос келмаслиги мумкин. Мисол тариқасида 1997 – 1998 йиллари Россия Федерациясида юз берган инқирозни кўрсатиш мумкин. Ўша даврда АҚШда давлатнинг ички қарзи ЯИМдан ортиқ эсада, иқтисоди инқирозга учрамаган, ammo РФда мазкур кўрсаткич анча кичиклигига қарамай, иқтисодиёт бу оғирликни кўтаролмади.

Фикримизча, мамлакатимиз молия бозорининг барқарор ривожланиши учун қуйидаги чегараларни белгилаш мақсадга мувофиқ:

– давлатнинг ички қарзи ҳажми Маастрихт келишувига мувофиқ мамлакат ЯИМнинг 30 фоизи миқдориди белгиланиши лозим;

– ҳосилавий қимматли қоғозлар бозори ҳажми бирламчи қимматли қоғозлар бозорига нисбатан 90 фоиздан ортмаслиги керак. Фарб мамлакатлари амалиёти кўрсатадики, ҳосилавий қимматли қоғозлар бозори ҳажмининг бирламчи қимматли қоғозлар бозорига нисбатан ортиб кетиши бозорда ҳосилавий қимматли қоғозлар котировкаларининг сифат ўзгаришига олиб келади, бу бирламчи қимматли қоғозлар нархини аниқлайди, эмитентлар фаолиятига таъсир кўрсатади;

– бозор иштирокчиларининг умумий қисқа позициялари. Маблағ ҳажмига нисбатан акциялар савдоси иштирокчилари ўз маблағларининг умумий суммасидан 70 фоиз

ҳисобида, қимматли қоғозлар ҳажмига нисбатан «депо» ҳисоб варақларидаги қимматли қоғозларнинг умумий 80 фоизи миқдорида ўрнатган маъқул. Ҳозирги пайтда баъзан маблағларга нисбатан умумий қисқа позициялар ҳажми савдо иштирокчилари ўз маблағларининг 100 – 170 фоизига етмоқда. Қисқа вақт оралиғида акциялар нархи тўсатдан, кескин ўзгариши мумкин. Амалиёт кўрсатадики, акциялар нархи бир кун ичида 20 фоиздан ортиқ, 4 кун ичида 40 – 45 фоиздан ортиқ пасайиши мумкин. Агар инвесторлар акциялар савдосига ўз маблағларининг 100 фоиздан ортиқ миқдорини қўйсалар, шубҳасиз, бозорда уларнинг ёппасига банкротлик ҳолати юзага келади. Ҳозирда молия бозоридаги инвесторларнинг катта қисми қимматли қоғозларни вақтинчалик қарзга олиш, нархлар тушаётганда нисбатан қиммат нархларда сотиш имконига эга. Қимматли қоғозлар бўйича қисқа позицияларнинг ўсиши бозорда нархлар тушишига катта кўламдаги ўйинлар бошланганидан дарак беради, бу бозорда инқироз хавфини юзага келтиради;

– мамлакатимиз қимматли қоғозларига норезидентларнинг қўйилмалари ҳажми қимматли қоғозлар бозор ҳажмига ва мамлакат ЯИМга нисбатан олиниши керак. Мисол тариқасида АҚШ қимматли қоғозлар бозорини олиш мумкин. 2000 – 2002 йиллардаги инқироз АҚШ давлат қимматли қоғозлари бозорига деярли таъсир кўрсатмаган. Ушбу давр оралиғида бозордаги асосий индекслар 2 – 4 баробарга тушиб, акциялар бозоридаги инқироз иқтисодиётнинг реал секторида ишлаб чиқариш камайишига олиб келган. Аммо федерал облигациялар бозори барқарорлигича қолган. Бунга сабаб АҚШ давлат қимматли қоғозларида норезидентларнинг улуши 12 – 15 фоиз атрофида эди. 1997 йили РФда юз берган инқироз даврида ҳам давлат қимматли қоғозлар бозорида норезидентлар ҳажми 12 фоиз сақланган эса-да, мамлакат ЯИМ камайгани туфайли кўрсаткич унга нисбатан ошган. Натижада норезидентлар маблағларининг кичик қисми четга чиқиб кетиши ҳам мамлакат бозорида инқирозни юзага

келтирган, яъни 1997 йилнинг март, февраль ойларида давлат қимматли қоғозлар котировкалари деярли 40 фоизга тушган.

Фикримизча, молия бозорини ўшбу кўрсаткичлар асосида тартибга солишни, унинг натижаларига баҳо беришни мамлакатимиз молия бозорини тартибга солувчи органлар фаолият доирасидан келиб чиқиб Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Марказий банки, Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини назорат қилиш ва мувофиқлаштириш марказларига топшириш ўринли.

Мамлакатимизда молия бозорининг асосий профессионал иштирокчилари сифатида инвестицион фондлар тараққиётига катта эътибор қаратилмоқда. Инвестицион фондлар инвесторларнинг пул маблағларини жалб қилиш ҳамда уларни қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозларга, бошқа инвестиция активларига, банк ҳисоб варақларига ва омонатларга жойлаштириш мақсадида ташкил этилади.

2008 йил 22 июлдаги «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Қонуннинг 23-моддаси «Инвестиция фондининг фаолияти»га бағишланган. Унда «Инвесторларнинг пул маблағларини жалб қилиш ва уларни қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозларга, бошқа инвестиция активларига, банклардаги ҳисоб варақларга ва омонатларга қўйиш мақсадида акциялар чиқарадиган юридик шахс очиқ акциядорлик жамияти инвестиция фондидир», – деб кўрсатилган. Инвестиция фонди юридик шахснинг бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларига ўзгартирилишга ҳақлимас. Инвестиция фондини қўшиб юбориш, қўшиб олиш, бўлиш, ажратиб чиқариш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи билан келишилган ҳолда амалга оширилади. Қимматли қоғозлар бозоридаги профессионал фаолиятни амалга ошириш учун инвестиция фондига берилган лицензиянинг амал қилишини тугатиш ёки уни бекор қилиш инвестиция фондининг белгиланган тартибда тугатилишига олиб келади.

Инвестиция фонди акциялар чиқарувчи ва сотиб олув-

чи, қимматли қоғозлар билан бошқа битишувларни амалга оширувчи, ўзлари акцияларига эгалик қилувчи корхоналар фаолиятини ривожлантиришда ва самарадорлигини оширишда акциядор ҳуқуқи билан қатнашувчи юридик шахс ҳисобланади. Фонднинг инвестицион фаолияти билан боғлиқ барча таваккалчиликлари, бозор нархи ўзгаришидан кўрган даромад ва зарарлари активлар қийматини ёки фонд акциялари жорий нархларини ўзгартириш орқали тўлиқ ҳажмда ушбу фонд акциядорларига тегишли бўлади.

Мамлакатимизда инвестицион фондлар Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1996 йил 18 июндаги «Инвестиция фондлари фаолиятини ташкил этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги 220-сонли қарори асосида фаолият бошлаган. Ушбу қарор уларнинг қуйидаги ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатлар асосида фаолият юритишига замин яратди:

- инвестиция фондлари тўғрисидаги низом;
- хусусийлаштириш инвестиция фондлари тўғрисидаги низом;
- фонднинг намунавий устави;
- фонднинг депозитарий билан тузилган намунавий контракти;
- фондни бошқариш ҳақида компания бошқарувчиси билан тузилган намунавий контракти;
- фонд эмиссиясининг намунавий проспекти;
- фонднинг молиявий фаолиятини таҳлил қилиш услуби;
- фонднинг соф активларини баҳолаш тартиби тўғрисидаги низом;
- хусусийлаштириш инвестиция фондлари томонидан махсус давлат кредитини қайтариш тартиби ва шартлари;
- инвестиция фондларида бухгалтерия ҳисоби ва ҳисоботи тўғрисида низом.

1998 йил 25 сентябрда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 410-сонли «Инвестиция ва хусусийлаштириш инвестиция фондлари фаолиятини такомиллашти-

риш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарорига кўра, «Инвестиция фондлари тўғрисидаги низом», «Хусусийлаштириш инвестиция фондлари тўғрисида»ги низом янги таҳрирда ва «Бошқарувчи компаниялар фаолияти тўғрисида»ги низом қабул қилинди. «Хусусийлаштириш инвестиция фондлари (ХИФ) тўғрисида»ги низом мамлакатимизда уларни таъсис этиш ва фаолиятини лицензиялашни, ХИФ инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиси фаолияти хусусиятларини, ХИФлар томонидан акциялар чиқаришни, хусусийлаштирилган корхоналар акцияларининг ХИФлар томонидан сотиб олиниш тартибини, ХИФлар томонидан махсус давлат кредитларини олиш тартибини, ХИФлар мажбуриятлари ва акциядорлар олдидаги жавобгарлигини, ХИФлар фаолиятини тўхтатишни белгилайди.

ХИФлар аҳолининг кенг табақаларини хусусийлаштириш жараёнига жалб этиш мақсадида ташкил этилади ҳамда аҳолининг пул маблағларини, уларни кейинчалик хусусийлаштириладиган давлат корхоналари акцияларини сотиб олишга йўналтирган ҳолда жамлашга интиладилар.

Хусусийлаштириш инвестиция фонди очиқ акциядорлик жамияти ҳисобланиб, қуйидаги фаолият турларини амалга оширади:

– ўз акциялари эмиссияси ҳисобидан маблағларни хусусийлаштириладиган корхоналарнинг қимматли қоғозларига жалб қилиш, ўз маблағлари ва олинган махсус давлат кредитларини инвестициялаш;

– қимматли қоғозлар билан савдо қилиш;

– ўзи акцияларига эгаллик қилган корхоналарни ривожлантиришда ва самарадорлигини оширишда акциядор сифатида қатнашиш.

ХИФларнинг ўзига хос хусусиятлари сифатида қуйидагиларни қайд этиш мумкин:

– хусусийлаштириладиган корхоналарнинг чиқариладиган акциялари умумий сонининг камида 30 фоизгачасини номинал қиймати бўйича сотиб олишлари мумкин;

– ўз умумий активларининг 10 фоиздан кўп бўлмаган миқдорини бир эмитент қимматли қоғозларига инвести-

циялаш имконияти. ХИФлар тўланган устав сармояси рўйхатдан ўтказилган кундан бошлаб бир ой давомида инвестиция портфелини мазкур чеклашга мувофиқлаштирадilar.

– ХИФ ёпиқ турдаги инвестиция фонди ҳисобланади ва қимматли қоғозларни уларни сотиб олиш мажбурияти-сиз эмиссиялайди;

– махсус давлат кредитини олиш ҳуқуқининг мавжудлиги;

– ХИФлар фақат хусусийлаштирилган давлат корхоналари акцияларига, Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ давлат қимматли қоғозларига маблағларни инвестициялаш ҳуқуқига эга;

– хусусийлаштириш инвестиция фонди юридик шахнинг бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларига қайта ташкил этилмайди. Инвестиция фондиди бирлаштириш, қўшиш, бўлиш, ажратиб чиқариш Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази томонидан амалга оширилади.

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

«Инвестиция фондлари тўғрисида»ги низомда инвестиция фондиди таъсис этиш, давлат рўйхатидан ўтказиш ва унинг фаолиятини лицензиялаш, фонд акцияларини чиқаришни рўйхатдан ўтказиш, фонд акциялари эмисси-

яси тартиби, инвестиция фондини бошқариш, инвестиция фонди активларини бошқариш, қимматли қоғозлар марказий депозитарийси ва инвестиция фондининг мустақил аудитори, инвестиция фонди фаолиятини чеклашлар, молиявий аҳволни ва соф активларни баҳолаш, фойдани тақсимлаш, инвестиция фондлари мажбуриятлари ва уларнинг акциядорлар олдидаги жавобгарлиги, инвестиция фондини қайта ташкил этиш ва тугатиш тартиблари белгиланган.

Ҳозирги кунда инвестиция фондларини ташкил этиш ва уларнинг фаолияти «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги, «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонунлар, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг «Акциядорлик жамиятларини бошқариш тизимини такомиллаштиришга доир чора-тадбирлар тўғрисида»ги 1998 йил 22 августдаги 361-сонли қарори ва бошқа қонуний-меъёрий ҳужжатлар билан тартибга солинмоқда. Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси, Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази инвестиция ва хусусийлаштириш инвестиция фондларини, уларнинг инвестиция активларининг белгиланган талаблар доирасида мувофиқлаштирилиши ус-тидан назоратни амалга оширадilar.

Инвестиция ва хусусийлаштириш инвестиция фондлари акциядорларига дивидендлар фондлар томонидан акциядорлик жамиятларининг сотиб олинган ва уларнинг инвестиция портфелини ташкил этувчи қимматли қоғозлари бўйича, қимматли қоғозлар бўйича фоизлар (дисконтлар) ва банкларнинг депозит ҳисоб варақларидаги, хусусийлаштирилган корхона асосида тузилган хўжалик жамияти фойдасидан унинг қатнашчиси ҳисобланган инвестиция фонди томонидан олинган омонатларнинг фойзли даромадларидан тўланади.

Инвестиция ва хусусийлаштириш инвестиция фондларининг инвестиция портфелидаги хусусийлаштирилади-ган корхоналар акцияларидан дивиденд сифатида олин-

ган даромадлари (фойдаси), инвестиция ва хусусийлаштириш инвестиция фондларининг хусусийлаштирилган корхоналар акцияларини сотиб олишга йўналтирилаётган даромадлари (фойдаси) солиқлардан, бюджетдан ташқари жамғармаларга йиғимлар ва тўловлардан озод этилган.

Инвестиция фондлари қимматли қоғозларни уларни сотиб олиш мажбурияти билан чиқаришлари мумкин (очиқ турдаги фонд), яъни ушбу фонднинг қимматли қоғозлари эгаларига уларнинг талабларига кўра қимматли қоғознинг ўрнига пул ёки фонд уставига мувофиқ бошқа мол-мулкни олиши мумкин. Ёпиқ турдаги инвестиция фондларида қимматли қоғозлар сотиб олиш мажбурияти-сиз чиқарилади.

Инвестиция фондлари фақат очиқ акциядорлик жамиятлари кўринишида ташкил этилади. Фаолияти банклар ва суғурта компаниялари тўғрисидаги Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари билан тартибга солинадиган банклар ва суғурта компаниялари инвестиция фондлари бўлмайдилар. Инвестиция фонди ўз фаолиятини қимматли қоғозлар ва операцияларнинг бошқа турлари билан бирга қўшиб олиб бормайдилар.

Бугунги кунда мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорида инвестиция ва хусусийлаштириш инвестиция фондлари, инвестиция активларининг ишончли бошқарувчилар сони камайиш тенденциясига эга, шунга қарамай, ҳозирда инвестиция фондлари акциядорлари сони 50 мингдан ортиқни ташкил этмоқда. 2010 йил якунида хусусийлаштирилган инвестиция фондлари ҳисобига инвестиция фондлари кўпайганини кузатиш мумкин (3.11-расмга қаранг).

«Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Қонуннинг 24-моддасида «Инвестиция активларини ишончли бошқарувчининг фаолияти» белгилаб берилган.

Юридик шахснинг – ишончли бошқарувчининг унга эгалик қилиш учун топширилган ва бошқа шахсга тегишли:

– қимматли қоғозларни, жумладан, инвестиция актив-



### 3.11-расм. Мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорида профессионал иштирокчилар сони, йил кунунида (дона)<sup>163</sup>

ларини бошқариш жараёнида олинадиган қимматли қоғозларни;

– қимматли қоғозларга инвестициялашга мўлжалланган ва инвестиция активларини бошқариш жараёнида олинадиган пул маблағларини шу шахснинг ёки у кўрсатган шахснинг манфаатларини кўзлаб ўз номидан ишончли бошқарувни белгиланган муддат мобайнида амалга ошириши инвестиция активларини бошқариш бўйича фаолиятдир.

Ҳозирда мижозлар билан тузилган шартномалар асосида фақат брокерлар ва инвестиция активларини ишончли бошқарувчилар томонидан қимматли қоғозлар бозорида мижозлар ҳисобидан битимлар тузилиши мумкин.

Вазирлар Маҳкамасининг 1998 йил 25 сентябрдаги 410-сонли, 2003 йил 19 апрелдаги 189-сонли, 2008 йил 2 октябрдаги 221-сонли ва бошқа қарорлари билан бо-

<sup>163</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказининг 2005, 2006, 2007, 2008 ва 2009 йиллар яқунлари бўйича маълумотлари асосида тузилган.

қарувчи компаниялар фаолияти тартибга солиниб, такомиллаштириб келинмоқда. Ҳозирда бошқарувчи компаниялар фаолияти инвестиция активларининг ишончли бошқарувчилари фаолиятига тенглаштирилган, уларнинг асосий фаолият механизми «Инвестиция активларининг ишончли бошқарувчилари тўғрисида»ги низом асосида таъминланади. Низомда ишончли бошқарув шартномаларининг умумий шартлари ва хусусиятлари, ишончли бошқарув шартномалари бўйича операцияларни ҳисобга олиш ва ҳисоб рақамларини юритиш, бошқарувчи компания фаолиятини чеклаш, бошқарувчи компания фаолиятини тақдирлаш тартиби, бошқарувчи компанияни қайта ташкил этиш ва тугатиш, инвестиция фондларининг инвестиция активларини ишончли бошқариш хусусиятлари белгиланган. Шунингдек, унда инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиларига қўйиладиган асосий талаблар, инвестиция ҳамда хусусийлаштирилган инвестиция фондлари молмулкига кирувчи қимматли қоғозларга инвестицияланадиган маблағларни ва бошқа қимматли қоғозларни ишончли бошқарувни амалга ошириш тартиби ва шартлари ҳам кўрсатилган.

Инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиси томонидан бошқариладиган инвестиция активлари ўртача йиллик қийматининг камида 5 фоизи миқдорида ўз моддий активларига эга бўлади. Инвестиция активлари ишончли бошқарувчисининг ўз моддий активлари миқдори ва у томонидан бошқариладиган инвестиция активларининг соф активлари ўртача йиллик қиймати Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги билан келишув бўйича қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази белгилаган тартибда аниқланади. Инвестиция активларининг ишончли бошқарувчилари ўз моддий активларининг кўрсатилган талабларга мувофиқлиги доимий назоратда.

Инвестиция активларини ишончли бошқариш объектлари қуйидагилар бўлиши мумкин:

– хўжалик юритувчи субъектларнинг қимматли қоғозлари, жумладан, улар томонидан ишончли бошқарув тўғрисида шартнома тузилган вақтда давлат мулки бўлган қимматли қоғозлар;

– хўжалик юритувчи субъектларнинг уларни ишончли бошқариш тўғрисида шартнома тузилган вақтда давлат мулки бўлган улушлари (пайлари);

– муассис томонидан ишончли бошқарувчига бошқариш учун берилган қимматли қоғозларга инвестициялашга мўлжалланган пул маблағлари;

– ишончли бошқарувчи томонидан шартнома бўйича ўз мажбуриятларини бажариш натижасида олинган пул маблағлари ва қимматли қоғозлар.

Инвестиция активларини ишончли бошқариш муассиси инвестиция активлари эгаси ёки давлат мулки бўлган инвестиция активларига нисбатан ваколатли давлат органи бўлиши мумкин.

2008 йили қабул қилинган «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Қонуннинг 19-моддасида «Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни амалга ошириш» тартиби кўрсатилган.

Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан бериладиган лицензия асосида амалга оширилади. Қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият қуйидагилар сифатида амалга оширилади:

- инвестиция воситачиси (брокерлар, дилерлар);
- инвестиция маслаҳатчиси;
- инвестиция фонди;
- инвестиция активларини ишончли бошқарувчи;
- депозитарий;
- ҳисоб-китоб-клиринг палатаси;
- трансфер-агент;
- қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдоси ташкилотчиси.

Лицензия талабгорига унинг аризасига биноан қиммат-

ли қоғозлар бозоридаги профессионал фаолиятни амалга ошириш ёки мазкур фаолият турининг қисмлари учун лицензия берилиши мумкин. Қимматли қоғозлар бозоридаги профессионал фаолиятни амалга ошириш учун лицензия қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни бирга қўшиб олиб боришга белгиланган чеклашлар ҳисобга олинган ҳолда берилади.

Инвестиция ва хусусийлаштириш инвестиция фондларининг молиявий фаолияти таҳлили кўрсатадики, охириги йилларда фондларнинг инвестиция активлари ишончли бошқарувчилари томонидан уларнинг молиявий ҳолатини мустаҳкамлаш, умумий ва соф активлар ҳамда даромадларини ошириш бўйича маълум ишлар амалга оширилган. Бироқ фондлар активларининг ва уларнинг инвестицион портфелдаги умумий қийматининг ўсиши билан бир қаторда уларнинг ялпи даромади ва соф фойдасининг ўсишида пасайиш кузатилган.

2005 йил 4 мартдан хусусийлаштирилган корхоналар асосида ташкил топган инвестицион фондларга қарз қимматли қоғозлар билан ва пай (улуш)ли масъулияти чекланган жамиятлар шаклида операцияларни амалга оширишга рухсат берилиши ҳам ҳолатни ижобий тарафга ўзгартирмади. 2005 йили инвестицион фондлар сонининг қисқариши, тугатилиши ва молиявий аҳволининг ёмонлашуви уларни тартибга солувчи органларга инвестиция фондлари фаолияти доирасида махсус изланишлар ўтказиш заруратини келтириб чиқарди.

Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази томонидан олиб борилган инвестицион фондларнинг молиявий таҳлили натижасида уларнинг кузатув кенгашлари ва инвестиция активларини ишончли бошқарувчиларига нисбатан зарур чоралар кўриш кераклиги ойдинлашди. Натижада мамлакатимиздаги кўплаб йирик хусусийлаштириш инвестиция фондлари оддий ташкилотларга айланди. Оддий акциядорлик жамиятларига айланган хусусийлаштириш инвестицион фондлари томонидан бир қатор қонунни

бузиш ҳолатлари ҳам қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази томонидан аниқланиб, бу тўғридаги маълумотлар тегишли ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органларга берилган, давлат бошқаруви органлари бу тўғрисида огоҳлантирилган. Бир қатор йирик хусусийлаштириш инвестиция фондлари кузатув кенгаши ташаббуси билан акциядорларнинг умумий йиғилиши қарори орқали тугатилди. Оқибатда қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозорида муомалада юривчи ресурслар ҳажми камайди.

Фикримизча, мамлакатимиз иқтисодиётининг барқарор ривожланиши учун бўш турган маблағларни ишлаб чиқаришга самарали жойлаштиришда инвестиция фондлари муҳим роль ўйнайди. Бу эса уларни тўғридан-тўғри тартибга солиш билан бир қаторда бозор механизмлари орқали тартибга солишга кўпроқ эътибор қаратиш лозимлигини кўрсатади. Уларнинг қимматли қоғозлар бозорида профессионал иштирокчи сифатидаги фаолиятини лицензиялаш масаласи ҳам бугунги куннинг долзарб масалаларидан бири.

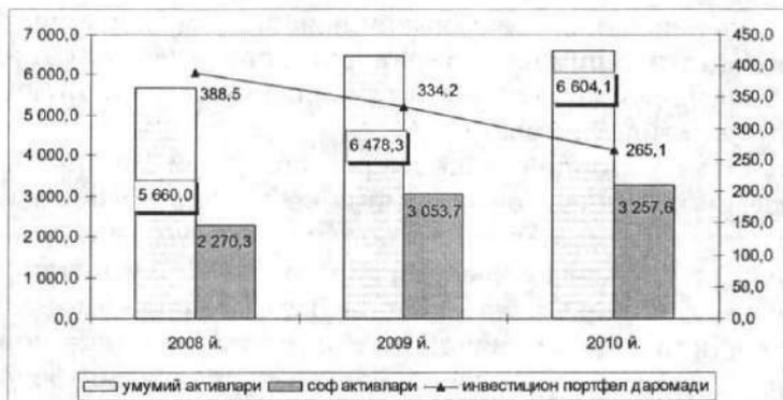
Бир томондан, инвестиция фондлари (жумладан, хусусийлаштириш) акциядорлар ва кузатув кенгашидан иборат. Акциядорларнинг охириги умумий йиғилиши қарорига кўра инвестиция активларининг ишончли бошқарувчилари билан иш юритиш шартномалари тузилади. Юридик шахс сифатида инвестиция фондлари (жумладан, хусусийлаштириш) акциядорлик жамияти ва барча оператив, яъни фонд ҳужжатларини сақлаш, қимматли қоғозларни сотиш ва сотиб олиш бўйича шартномаларни тузиш, фонднинг қимматли қоғозлар портфелини шакллантириш учун қандай қимматли қоғозларга эга бўлиши ва бошқа шу каби қарорларни қабул қилиш унинг инвестиция активларининг ишончли бошқарувчилари томонидан амалга оширилади. Улар қимматли қоғозлар бозорида профессионал бўлмаган иштирокчилар каби қимматли қоғозларга инвестицияларни амалга оширади. Кўплаб хорижий мамлакатларда пай (улуш)ни ёки қимматли

қоғозларни сотиб олиш орқали инвестицион жараёнларни амалга оширувчи барча шахслар ёхуд хўжалик субъектларининг фаолияти профессионал фаолият сифатида қайд этилмайди.

Бошқа томондан, инвестиция фондлари (жумладан, хусусийлаштириш) анъанавий инвесторларга ўхшамайди. Улар институционал инвесторлар туркумига киради, яъни дастлаб кичик инвесторлар, аҳоли ва шу кабиларнинг маблағларини жамлайди, сўнгра уларни қимматли қоғозларга инвестициялайди. Институционал инвесторлар таркибига суғурта компаниялари, турли пенсия фондлари, тижорат банклари ва бошқа шу каби молиявий ташкилотлар киритилади. Улар ҳам ўз мижозларининг бўш пул маблағларини жамлайди, инфляция билан боғлиқ зарарларни бартараф этиш, фойда олиш учун қимматли қоғозларга инвестиция қилади. Лекин улар қимматли қоғозлар бозорида профессионал иштирокчи сифатида қонуний-меъёрий ҳужжатларда эътироф этилмаган, қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган томонидан фаолияти лицензияланмайди. Қимматли қоғозлар бозори жадал ривожланаётган мамлакатлардан бири — Россия Федерациясининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Қонунида инвестиция фондлари фонд бозорининг профессионал иштирокчиси ҳисобланмайди, уларнинг фаолиятини лицензиялаш муҳим аҳамият касб этмайди.

Мамлакатимизда инвестиция фондлари активлари 2010 йил якуни бўйича 6,6 млрд сўмни ташкил этиб, ўтган уч йилликда ўсиш тенденциясига эга бўлмоқда, бундай ўсиш тенденцияси унинг соф активлар ҳажмида ҳам кузатиляпти (3.12-расмга қаранг). Бироқ салбий ҳолат уларнинг инвестиция портфелларидан олган даромадлари камайиш тенденциясига эгалигидир.

Таҳлилларимизнинг кўрсатишича, 2010 йил якунига кўра, Ўзбекистонда 9 та инвестицион фонд фаолият юритган, улар орасида «Даромад Плюс» инвестиция фонди, «Олим-Ф» хусусийлаштириш инвестиция фонди, «Кама-



### 3.12-расм. Ўзбекистонда инвестиция фондлари активлари ва даромадларининг ўзгариш динамикаси, млн сўмда<sup>164</sup>

лак» инвестиция фонди салмоғи сезиларли даражада юқори (3.13-расмга қаранг).

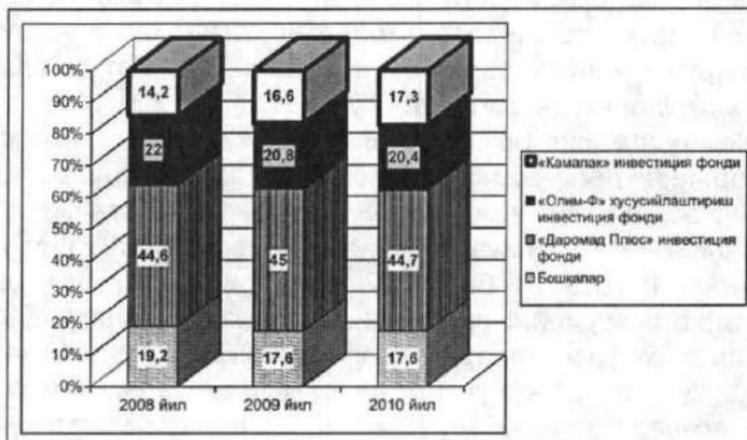
Айни пайтда, 9 та инвестиция фондларининг 2 таси тугатилиш арафасида, қолганларининг умумий устав фонди ўсиш тенденциясига эга. Шунга қарамай, мазкур инвестиция фондларининг соф фойдаси йил сайин камаймоқда.

Инвестиция портфели таҳлили кўрсатишича, 2010 йил якунига келиб портфель ҳажми 5,6 млрд сўмни ташкил этган. Бу 2008 йилга нисбатан 12,0 фоизга кўп демақдир.

Мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорида институционал инвесторлар фаолияти ҳам белгиланган, бундай инвесторлар қаторига инвестиция фондлари, суғурта компаниялари ва тижорат банклари киритилган. Институционал инвесторларнинг асосий мақсади капитални кўпайтириш ва унинг ликвидлигини таъминлаш ҳисоблана-

<sup>164</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

ди. Қимматли қоғозларга фаол равишда пул маблағларини қўйиш институционал инвесторларнинг асосий функцияси саналади.



**3.13-расм. Ўзбекистонда йирик инвестиция фондлари активлари салмоғи ўзгариши динамикаси**<sup>165</sup>

Қимматли қоғозлар бозоридаги институционал инвесторлар фаолиятининг профессионал стандартлари ҳам ўрнатилган, буни тартибга солувчи асосий меъёрий ҳужжат Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлигида 2008 йил 2 декабрда 1874-рақам билан рўйхатга олинган «Қимматли қоғозлар бозоридаги институционал инвесторлар фаолиятининг профессионал стандартлари тўғрисида»-ги низом ҳисобланади. Мазкур низом Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2006 йил 27 сентябрдаги ПҚ-475-сонли «Қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори ва бошқа қонун ҳужжатларига мувофиқ, институционал инвесторларнинг

<sup>165</sup> Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

қимматли қоғозлар бозоридаги профессионал фаолияти стандартларини, жумладан, институционал инвесторлар фаолиятининг асосий тамойилларини, институционал инвесторлар фаолиятига нисбатан ўрнатилган талабларни, қимматли қоғозлар бозорида институционал инвесторларнинг ахборотларни ошкор этиши, ҳисобот бериши ва бошқаларни белгилайди.

Ҳозирда молия бозори амалиётида қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари бирлашмаси (уюшмаси)ни ташкил этиш учун замин яратилган, яъни Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлигида 2009 йил 17 апрелда 1942-рақам билан рўйхатга олинган «Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари бирлашмалари (уюшмалари) фаолияти тўғрисида»ги низом қабул қилинган. Унга кўра, мазкур бирлашмалар қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари томонидан қимматли қоғозлар бозорида уларнинг ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоялаш мақсадида ташкил этилган юридик шахс (нотижорат ташкилоти) ҳисобланади.

Компания ва ташкилотларнинг бозорда мустаҳкам ўрин олиши, улар фаолиятининг барқарорлигини таъминлаш учун ички муаммоларни бартараф этиш муҳим. Шу мақсадда мамлакатимизда «Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг ички назорати тўғрисида»ги низом ишлаб чиқилди ва Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлигида 2009 йил 6 февралда 1899-рақам билан рўйхатга олиниб амалиётга жорий этилди. Натижада қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг ички назоратни ташкил этиш тартиби, назоратчига қўйиладиган талаблар, назоратчининг вазифалари, ҳуқуқ ва мажбуриятлари, ҳисобдорлиги, мурожаатлар, аризалар ва шикоятларни кўриб чиқиш тартиби, профессионал иштирокчининг раҳбари ва ходимлари мажбуриятлари, умуман, қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг ички назоратини ташкил этиш ва амалга ошириш тартиби белгиланди. Низом талаблари қимматли қоғозлар институционал инвесторлари бўлган

тижорат банклари ва суғурталовчилар учун татбиқ этилмайди, чунки улар қимматли қоғозлар бозорида профессионал иштирокчи саналмайди.

Умуман, мамлакатимизда қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси сифатида инвестиция фондлари ва уларнинг активларининг ишончли бошқарувчилар фаолияти давлат мулкани хусусийлаштириш ва иқтисодиётда бозор механизмларини босқисма-босқич шакллантириш учун олиб борилган иқтисодий-ҳуқуқий ислохотлар билан билан боғлиқ равишда ривожланган.

Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Қонунчилик палатаси ва Сенатининг 2010 йил 12 ноябрдаги қўшма йиғилишидаги Ўзбекистон Республикаси Президентининг маърузасига ва Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2011 йил 14 январдаги Р-3557-сонли фармойишига, Демократик бозор ислохотларни янада чуқурлаштириш ва иқтисодиётни либераллаштириш соҳасида ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларни тайёрлаш бўйича комиссиянинг 2011 йил 21 январдаги йиғилиш баённомасига (24.01.2011. 02/ I-33-сон) мувофиқ, «Инвестиция ва пай фондлар тўғрисида» Ўзбекистон Республикаси Қонунини қабул қилиш кўзда тутилган.

Инвестиция фондлари ёрдамида хусусий шахслар пул маблағлари ёки активларини бошқариш учун профессионал менежерлар қўлига берадилар. Кейин минглаб инвесторлар қўйилмалари ҳар бир инвесторнинг инвестицияларига мутаносиб улуши бўлган ягона портфель шакллантирилади, бу билан профессионал бошқариш; диверсификация; харажатлар камайиши таъминланади. Кўрсатилган ҳолатлар туфайли инвестиция фондлари бутун дунёда кенг тарқалди.

Пай фонди доираси инвесторлар ўз мол-мулкани фойда (ўсиш) олиш мақсадида инвестициялаш учун профессионал менежерларнинг ишончли бошқарувига берадилар. Ишончли бошқарувчилар инвесторларнинг мол-мулкани алоҳидаги мулкый комплексга бирлаштириб, уни ягона портфель сифатида бошқарадилар. Иштирок улушла-

рини қўлга киритган инвесторлар унинг пайчирлари ҳисобланади. Фондни ташкил қилувчи мол-мулкдаги мулк улушига ҳуқуқи қимматли қоғоз (инвестиция пайи) билан тасдиқланади.

Пай фондлари инвесторларнинг маблағлари аккумуляциясини, уларнинг қимматли қоғозлар ва бошқа инвестиция активларига қўйилишини таъминловчи жамоавий инвестициялаш институтларининг бир тури саналади.

Хорижий мамлакатлар тажрибаси шуни кўрсатадики, пай фонди мулкый комплекс ҳисобланади. Бунда пай фондининг мол-мулкни бошқариш ишончли бошқарувчи томонидан амалга оширилади. Шундай қилиб, пай фонди ҳар бирига пайларнинг маълум миқдори тегишли бўлган инвесторларнинг (пайчиларнинг) пуллари ҳисобидан шаклланади.

Пай фондларини ташкил қилишдан мақсад юридик шахсни тузиш асосида фондга жамланган активлардан фойда олиш ва олинган фойдани пайчилар ўртасида пайлар миқдорига мутаносиб равишда тақсимлашдир.

Кўпинча инвестиция пайи ўз эгасининг фонддаги мол-мулкка эгалигини ҳамда фонднинг қоидаларига мувофиқ унга тегишли пайни муомаладан чиқариш (қайтариб солиш) ҳуқуқларини тасдиқловчи эгаси ёзилган қимматли қоғоз сифатида намоён бўлади.

Инвестиция пайлари инвесторнинг фонддаги мол-мулкдаги улушини ва инвесторнинг ушбу улушга мувофиқ пулларни пай фондидан олиш, яъни пайни жорий қийматида муомаладан чиқариш ҳуқуқини тасдиқлайди. Ҳар бир инвестиция пайи унинг эгасига бир хил ҳуқуқларни тақдим этади.

Инвестиция пайлари эгаларининг ҳуқуқларини ҳисобга олиш ихтисослашган ҳисобга олиш институти – мустақил депозитарий томонидан олиб борилади.

Пай фондига инвестициялар, одатда, мустақил инвестицияларга нисбатан инвесторларга қуйидаги афзалликларни назарда тутати:

– инвестиция хавф-хатарларини диверсификациялаш;

– давлат томонидан пай фондининг фаолиятини назорат қилиш;

– очик инфратузилма: пайчиларнинг маблағлари бошқарувчи компаниянинг маблағларидан ажратиб қўйилган ва ихтисослаштирилган депозитарийда сақланади;

– фонднинг жорий операциялари солиққа тортилмайди, солиқлар тўлаш (жумладан, даромад солиғи) фақат инвесторларга фақат пай сотиб юборилганда қўлланади;

– профессионал бошқарув;

– пайнинг юқори ликвидлиги (очик фондлар учун).

Пай фондларига қуйидаги асосий камчиликлар хос:

– белгиланган даромадлилик (депозит, облигация) воситаларига қараганда юқорироқ хавф-хатар;

– инвестиция сертификатларини сақлаш учун қўшимча харажатлар;

– мукофотни бошқарувчи компанияга ҳаттоки фонд зарар кўрганида ҳам тўлаш зарурлиги. Одатга кўра, мукофот миқдори фонд соф активларининг қиймати 0,5% дан 5% гача оралиқда ўзгариб туради;

– пай фондлари учун ўрнатилган қўйилма объектларига чекловлар мавжуд.

Кўп ҳолларда қонунчилик қайси акция ва облигацияларни фонд бошқарувчиси сотиб олиши мумкинлигига чекловлар қўяди, хусусий инвесторда эса бундай чекловлар доимо мавжуд.

Бир қатор давлатларда пай фондлари фаолияти миқдорий таҳлили кўрсатдики, Россия Федерациясида 2008 йил август ҳолатига тахминан 200 та бошқарувчи компанияларда бўлган соф активларнинг 20 млрд АҚШ доллари атрофидаги умумий ҳажми билан 1000 дан кўпроқ пай фондлари фаолият кўрсатиб келган. АҚШда 2006 йил охирига келиб активларнинг умумий суммаси 9 трлн АҚШ долларига тенг 8000 фонд амал қилган.

Ўзбекистонга мослаб пай фондлари Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодексининг 851-моддаси қоидаларига биноан мулкӣ комплекс сифатида ишончли бошқарув объекти сифатида қурилиши мумкин.

Пайчиларнинг пай фонди мол-мулкининг бир қисми сифатида ўз пайларига ҳуқуқларини тасдиқловчи тегишли сертификатлар Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодексининг 96-моддаси биринчи қисмига биноан қимматли қоғозлар деб эътироф этилади. Бунда мулкый комплекс номидан қимматли қоғозлар чиқарилишини тартибга солувчи ҳуқуқий-меъёрий база мавжудмас.

Қолаверса, Фуқаролик кодексига ва Ўзбекистоннинг бошқа қонунларида «пай» юридик ибораси ишлаб чиқариш ва қишлоқ хўжалик кооперативларга нисбатан уларнинг мол-мулкида улушли иштирок шаклини белгилаш учун ишлатилади.

Техник жиҳатдан республикада пайларга сертификатларни жойлаштириш ва муомала қилишнинг самарали механизмини таъминлашга қодир керакли инфратузилма мавжуд (депозитарий, фонд биржаси, ҳисоб-китобклиринг палатаси, брокерлар, дилерлар, бошқарувчи компаниялар).

Ўзбекистон Республикаси инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солувчи махсус қонунни қабул қилиш зарурати ушбу институтлар ёрдамида аҳолининг кенг табақалари ва тадбиркорлар мулкани профессионал бошқаришга, мулкый хавф-хатарлар қатламини диверсификациялашга, улар билан боғлиқ харажатларни камайтиришга ва ишончли инвестицияга кириш имкониятларини олишлари билан боғлиқ.

Бундай ҳужжатни яратишнинг ижобий жиҳатлари куйидагилар:

- кичик инвесторларга инвестицияларни профессионал бошқаришга киришнинг таъминланиши;
- инвесторларнинг хавф-хатарлари диверсификацияланиши;
- операциялар кўлами ҳисобига харажатлар камайиши;
- якка тартибдагига қараганда жамоавий инвестициялашнинг ишончилиги.

Мамлакатимизда «Инвестиция фонди тўғрисида»ги пул

маблағлари ва бошқа мулкларни билаштириш, инвестициялаш мақсадида ишончли бошқарув шартномаларини тузиш натижасида акцияларни жойлаштириш йўли билан уларни жалб этиш муносабатларини, инвестицион фонд мулкларини бошқариш, сақлаш, назорат қилиш ва ҳисобини юриштишни тартибга солиб боради. Унда инвестиция фонди акциядорлик жамияти шаклида ёки юридик ва жисмоний шахсларнинг умумий мулкдаги улушларидан ташкил топадиган, бошқарувчи компания хизматларидан фойдаланувчи уюшган жамият сифатида кўзга ташланиши лозим.

Учинчи бобга амалга оширилган тадқиқотларга таяниб, фикримизча, мазкур хулосаларга келиш мумкин:

Ўзбекистон молия бозорида жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози оқибатларининг олдини олиш ва юмшатиш имконини берадиган асосий омиллар сифатида қуйидагиларни келтириш ўринли:

- банклар капиталлашув даражасининг оширилиши ва низом жамғармаларининг кўпайтирилиши молия бозорининг асосий сегментларидан бўлган кредит бозори мустақамлигини оширишнинг ва тараққиётининг муҳим омилларидан бирига айланиши;

- тижорат банклари фаолиятини баҳолашда узоқ муддатли кредит қўйилмалари улушининг ўсиши ва уни ички манбалар орқали таъминлаш мезонларига асосий эътибор қаратилиши молия бозорини барқарор ривожлантиришдаги асосий омиллардан бири экани;

- Ўзбекистон банк тизимининг қатъий халқаро талабларга жавоб берадиган энг барқарор тизимлардан бирига айланиши;

- қимматли қоғозлар бозорида акционерлик жамиятлари капиталига, бозорнинг профессионал иштирокчилари ва биржа бозорига чиқадиган қимматли қоғозларга талабнинг кучайтирилиши;

- мамлакатимиз эмитентлари қимматли қоғозларининг халқаро ва хорижий давлатлар фонд бозорларида муомаласи шаклланмагани ва мамлакатимизга жалб этилган хорижий портфель инвестициялар ҳажмининг кичиклиги;

- Ўзбекистон молия бозорида давлатнинг ички ва ташқи қарзларини камайтиришга, мамлакат иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кенг жалб этишга қаратилган самарали иқтисодий-молиявий ислохотларнинг юритилиши;

- иқтисодиётни модернизациялаш шароитида суғурта ташкилотларининг капиталлашуви, мажбурий суғуртанинг янги турлари жорий этилиши, мамлакатимизда замонавий суғурта бозорининг шаклланиши;

- валюта сиёсати соҳасида ҳам пухта ўйланган, узоқни кўзлаб амалга оширилган тадрижий чоралар ва ҳ.к.

- мамлакатимиз молия бозори барқарорлиги бозор иқтисодиётига ўтишнинг концептуал асоси орқали таъминланган. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози мамлакатимиз молия бозорига таъсир кўрсатмаган дейиш ноўрин. Инқирознинг миллий молия бозорига таъсирини юмшатовчи бир қатор омилларнинг мавжудлиги унинг ушбу бозорига салбий таъсирини камайтирган;

- мамлакатимиз молия бозорини ривожлантириш, хусусан, фонд биржа бозорини ишлаб чиқаришга маблағлар жалб этишнинг энг яхши йўллари билан бири эканини, унинг афзалликларини кўрсатиб, индивидуал ва корпоратив сармоядорларнинг бўш пул маблағларидан энг юқори даромад келтирувчи молиявий маконга айлантириш лозим;

- инқироздан олинган сабоқ сифатида молия бозорини тартибга солиш чораларида унинг сегментларидаги ўсиш суръатларининг оптимал нисбатини таъминлашига ва иқтисодиётнинг реал сектори билан молия бозори ривожланишини мувофиқлаштириб боришга, унда «кўпиклар» ва молиявий ташкилотлар фаолиятида «домино» эффектига ўхшаш тизимли рискларнинг пайдо бўлишига йўл қўймасликка асосий эътибор қаратилган;

- турли мамлакатларда хорижий валютада доимий даромадларга ва активларга, валюта рискларини хеджирлаш воситаларига эга бўлмаган қарздорлар билан хори-

жий валютадаги кредит муносабатларида зарурий мақсадли харажатларнинг (провизиялар) шаклланиши бўйича қаттиқ талабларни ўрнатиш орқали ликвидлик рискига таъсир этувчи кредит rischi чекланган;

– молиявий инқироз қайта молиялаштириш рискинни камайтириш ва банклар ликвидлигини яхшилаш чора-тадбирлари доирасида ортиқча ташқи қарзларни шакллантирмаслик масалаларига алоҳида эътибор берилишини, яъни банкларнинг ташқи қарзлари унинг жами мажбуриятларига нисбатан халқаро амалиёт даражасида бўлишини тасдиқлади;

– ривожланаётган мамлакатларда тизимли рискларни камайтириш мақсадида молия бозорининг самарали фаолиятига ва унга молиявий ресурсларнинг сафарбар этилишига қараб банк тизимида хусусий ҳамда давлат банклари ўзаро мутаносиб равишда ривожланиши зарурлигини кўрсатди;

– мамлакатимиз иқтисодиётининг барқарор ривожланиши учун бўш турган маблағларни ишлаб чиқаришга самарали жойлаштиришда инвестиция фондлари муҳим роль ўйнайди. Улар фаолиятини ривожлантириш инвестицияларни тўғридан-тўғри тартибга солиш билан бир қаторда бозор механизмлари орқали тартибга солишга кўпроқ эътибор берилаётганини кўрсатади. Инвестиция фондлари шундай механизмки, унинг ёрдамида хусусий шахслар ўз пул маблағлари ёки активларини бошқариш учун профессионал менежерлар қўлига берадилар, натижада ягона инвестицион портфель шакллантирилади, портфель профессионал равишда бошқарилади, харажатлар камаяди ва юқори даромад таъминланади. Бу эса инвестиция фондларининг бутун дунёда кенг тарқалишига олиб келган.

## ХУЛОСА

Мазкур монографик тадқиқотни бажариш жараёнида амалга оширилган тадқиқотларнинг натижаларига асосланган ҳолда қуйидаги хулосаларга келинди:

– молия бозорларида инқирозлар юзага келишининг назарий-концептуал асослари мавжуд, уларнинг асосий қоидаларидан инқирозга қарши чораларни такомиллаштиришда, глобал молиявий тизимни ислоҳ қилишда фойдаланиш муҳим амалий аҳамият касб этади;

– жаҳон иқтисодиёти молия бозорларидаги активлар баҳосининг асоссиз ўсиши, «спекулятив кўпиклар»га бир неча бор дуч келишига қарамай, ҳозиргача уларни бартараф этишнинг илмий-амалий усуллари ишлаб чиқилмаган. Қолаверса, монетар органларнинг активлар баҳосининг бундай асоссиз ўсишига йўл қўймаслик бўйича стратегиялари масаласи назарий жиҳатдан ҳам ўз ечимини топмаган;

– молия бозорига, хусусан, қимматли қоғозлар бозорига чет эл капиталининг кириб келиши молиявий «кўпиклар»нинг ривожланиш тенденциясини кучайтирган;

– спекулятив фаолликни бартараф этишда монетар органлар томонидан пул-кредит сиёсати чора-тадбирлари доирасида фонд бозорини самарали тартибга солиш чораларининг зарурати ортмоқда;

– бозор иқтисодиёти яна бир бор ўзини ўзи самарали тартибга солишнинг уддасидан чиқмади, натижада бозорни давлат томонидан тартибга солинишини қўллаб-қувватловчилар сони кўпаймоқда;

– рискни баҳолаш ва суверен кредит рейтингини аниқлаш методологиясини такомиллаштириш, рейтинг агентликлари фаолиятини тартибга солишни такомиллаштириш, молия бозорларини тартибга солиш бўйича халқаро регулятор – Молиявий барқарорлик кенгаши ваколатла-

рини кенгайтириш, инновацион банк молиявий маҳсулотларини тартибга солиш тизимини ишлаб чиқиш лозим;

– молиявий глобаллашув шароитида молия бозоридаги инқирозларнинг ривожланиши жадаллашган. Халқаро молия бозори ривожланишининг охириги босқичида иқтисодиётнинг реал сектори ва молия тизими ўртасида номувофиқлик кескинлашиб кетган, реал қийматга эга бўлмаган молиявий активларнинг кўпайишига олиб келган;

– инвестиция фондлари банклар ва бошқа молиявий воситачилар кўрсатолмайдиган хизматларни таклиф қилиш билан бирга аҳолининг бўш жамғармаларини мамлакатдаги инвестиция жараёнларига сафарбар этмоқда;

– инвестиция фондларининг тавсифланиши ва турлитуманлиги молия бозорида инвесторларнинг даромадларини ошириш билан бир қаторда бозорнинг профессионал иштирокчилари кўпайишига, ундаги рисклардан ҳимояланишнинг инвесторлар хусусиятлари ва манфатларини инобатга олган ҳолда ташкил этилишига олиб келиб, молия бозори барқарор ривожланишига замин яратади;

– бозорнинг давлат томонидан тартибга солинишини қўллаб-қувватловчилар сони ортмоқда;

– «Гласс-Стигал» қонунининг замонавий кўриниши ДФ АҚШ молия бозорини соғломлаштира-да, жаҳон бўйлаб капитал ҳаракати устидан назоратнинг йўқлиги АҚШдан бошқа молиявий марказлар (Лондон, Гонгконг)га томон молиявий оқимлар фаоллиги кучайишига сабаб бўлади, ушбу қонун реал инвестицияларни тартибга солишга ва ривожлантиришга қаратилмай, спекулятив операцияларни бартараф этишга мўлжаллангани уни такомиллаштириш заруратини кўрсатади;

– инқироз шароитида молия бозорини тартибга солиш ва барқарорлигини таъминлаш инқироздан қутулиш мақсадида молия бозорини тартибга солувчи ва мустаҳкамлигини оширувчи иқтисодий ислохотларни олиб боришда, самарали тартибга солиш тизимини мустаҳкамлашда, молия бозорлари мувофиқлигини таъминлашда, хал-

қаро молиявий ташкилотларни ислоҳ қилишда, биржадан ташқари бозор инфратузилмасини яхшилаш орқали кредит деривативлар бозори шаффофлиги ва барқарорлигини ошириш ҳамда улар билан боғлиқ тизимли рискларни қисқартиришда, молия тизими ва уни тартибга солишга ишончни тиклашда ўз аксини топади;

– иқтисодий глобаллашув халқаро капитал ҳаракати активлар ҳажмининг ортиши билан бирга ривожланиб борган, бунда бошқа инвестициялар ҳажми тўғридан-тўғри ва портфель инвестициялар миқдоридан 2007 йилга келиб 2 мартага кўпайган, глобал молиявий инқироз халқаро капиталнинг бошқаларига нисбатан ушбу шаклига катта салбий таъсир кўрсатган. Жаҳон капитал импортида етакчи мамлакат АҚШ бўлгани боис унинг молия тизимидаги инқироз жаҳон бўйлаб кенг тарқалди. Мамлакат тўлов баланси ва пул бозори ўзаро боғлиқ равишда бир-бирининг мувозанатини таъминлаши иқтисодиётга инқироз шароитида давлатнинг аралашувини камайтиришга замин яратиб, инқироздан кейинги истиқболда мамлакат иқтисодий ўсишини жадаллаштиришга хизмат қилиши мумкин;

– халқаро қарз қимматли қоғозлар халқаро фонд бозорига капитални жалб этиш ва операциялар асосини (яъни 99 фоиз халқаро эмиссия қарз қимматли қоғозларига тўғри келади) ташкил этган, охириги ўн йилликда уларнинг ҳажми халқаро акциялар бозори каби олти баробардан кўпроққа ошган, қарз қимматли қоғозлар бозорига инқирознинг таъсири катта эмас, акциялар бозоридаги пасайиш асосан ривожланаётган мамлакатлар ҳисобига кечган, 2009 йилдан ушбу бозорларда ўсиш кузатилган. Ҳар иккала бозорда ҳам ривожланган мамлакатлар, жумладан, Европа мамлакатлари етакчилик қилади, халқаро қарз қимматли қоғозлар бозори сегментида эса молиявий институтлар эмиссияси (1998 – 2009 йиллари 61 фоиздан 77 фоизга етган), эмиссия ҳажмининг валюталар бўйича кесимида асосий ўринни евро, кейинги ўринда АҚШ доллари асосий салмоқни эгаллайди;

– молиявий инқироз шароитида жаҳоннинг ривожлан-

ган мамлакатлари фонд биржаларида акциялар бозори капиталлашувининг ЯИМга нисбатан салмоғи кескин пасайган эса-да, жаҳон мамлакатлари ЯИМга нисбатан акциялар бозори капиталлашуви инқироз даврида 55%ни, охири беш йилликда ривожланган мамлакатларда қарз муносабатини ифодаловчи қимматли қоғозлар ЯИМга нисбатан камида 100%ни ташкил этиши кузатилган;

– бир мамлакат фонд бозоридаги ўзгаришнинг бошқа бир мамлакат фонд бозорига тезкор таъсири унинг халқаро фонд бозорига интеграциясини таъминловчи воситалар ва молиявий глобаллашувнинг ривожланишидан юзага келган;

– ривожланаётган мамлакатлар фонд бозори тараққиётини янада жадаллаштириш, бунда бозорнинг иқтисодиёт тармоқлари бўйича диверсификациясини оширишга алоҳида эътибор қаратиш мақсадга мувофиқ;

– инновацион молиявий маҳсулотлар, айниқса, ҳосила молиявий воситалар ҳажмининг сезиларли даражада ортиши, уни тартибга солишнинг самарали тизими шакллантирилмагани молия ва реал сектор ўртасида кескин номутаносибликнинг юзага келишига, инқироз даврида молия бозорида беқарорликнинг ортишига сабаб бўлди. Уларнинг микродаражада рискларни хеджирлаш, камайтириш, бошқариш ва фойда олиш имкониятини яратишини, аммо провардида иқтисодиётда тизимли рискларни юзага келтиришини молия бозорини ривожлантириш ва барқарорлигини таъминлашда инobatга олган маъқул;

– жаҳон молия бозоридаги инвестиция фондларининг асосий қисми АҚШ ва Европа мамлакатларида жойлашган, очиқ инвестиция фондлари жаҳонда етакчилик қилмоқда. Глобал молиявий инқироз инвестиция фондларининг ривожланиш тенденциясини ўзгартирган, яъни сезиларли пасайиш юз берган. Баъзи ривожланаётган мамлакатларда ҳам инвестиция фондлари яхши тараққий топган, хусусан, Россия ва Қозоғистонда инвестиция фондларининг турли шакллари бозор иқтисодиётига ўтиш йўлидаги ислохотлар билан мос равишда шаклланган;

– Ўзбекистон молия бозорида жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг оқибатлари олдини олиш ва юмшатиш имконини берадиган асосий омиллар сифатида қуйидагилар гавдаланади:

- банклар капиталлашув даражасининг оширилиши ва низом жамғармаларининг кўпайтирилиши, молия бозорининг асосий сегментларидан бўлган кредит бозори мустақамлигини ошириш ва тараққиётининг муҳим омилларидан бирига айланиши;

- тижорат банклари фаолиятини баҳолашда узоқ муддатли кредит қўйилмалари улушининг ўсиши ва уни ички манбалар орқали таъминлаш мезонларига асосий эътибор қаратилиши молия бозорини барқарор ривожлантиришдаги асосий омиллардан бири экани;

- Ўзбекистон банк тизимининг қатъий халқаро талабларга жавоб берадиган энг барқарор тизимлардан бирига айланиши;

- қимматли қоғозлар бозорида акционерлик жамиятларининг капиталига, бозорнинг профессионал иштирокчиларига ва биржа бозорига чиқадиغان қимматли қоғозларга талабларнинг кучайтирилиши;

- мамлакатимиз эмитентлари қимматли қоғозларининг халқаро ва хорижий давлатлар фонд бозорларида муомаласи шаклланмагани ва юртимизга жалб этилган хорижий портфель инвестициялар ҳажмининг кичиклиги;

- Ўзбекистон молия бозорида давлатнинг ички ва ташқи қарзларини камайтиришга, мамлакат иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кенг жалб этишга қаратилган самарали иқтисодий-молиявий ислохотларнинг олиб борилиши;

- иқтисодиётни модернизациялаш шароитида суғурта ташкилотларининг капиталлашуви, мажбурий суғуртанинг янги турлари жорий этилиши, мамлакатимизда замонавий суғурта бозорининг шаклланиши;

- валюта сийёсати соҳасида ҳам пухта ўйланган, узоқни кўзлаб амалга оширилган тадрижий чоралар ва ҳ.к.

– мамлакатимиз молия бозори барқарорлиги бозор иқтисодиётига ўтишнинг концептуал асоси орқали таъминланган. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози юртимиз молия бозорига таъсир кўрсатмаган дейиш хато. Инқирознинг миллий молия бозорига таъсирини юмшатувчи бир қатор омилларнинг мавжудлиги унинг ушбу бозорга салбий таъсирини камайтирган;

– жаҳонда юз берган молиявий инқироз сабаблари мамлакатлар молия бозорини тартибга солиш тизимини мустаҳкамлаш билан бирга тизимли рискларни бартараф этишга қаратилган макропруденциал назоратни жорий этиш зарурлигини кўрсатган. Молия бозорини тартибга солишда макропруденциал ёндашув бозорнинг алоҳида сегментлари ва молиявий институтларни назорат қилиш ва тартибга солишни кучайтиришни назарда тутган;

– бир қатор мамлакатларда кредит ташкилотлари барқарорлигини таъминлаш мақсадида нотижорат ташкилоти шаклида «мижозларнинг кредит тарихи» бўйича ягона маълумотлар базаси, яъни «ягона кредит бюроси» ташкил этилди. Уларнинг маълумотлари ишончлилигини таъминлаш учун давлат ташкилотлари билан мунтазам алоқаси таъминланган;

– молиявий инқироз молия бозорини тартибга солиш тизимини такомиллаштириш заруратини кўрсатди, молиявий ташкилотлар фаолиятини тартибга солишда бозор иқтисодиётнинг циклик ўзгаришларига қарши тамойиллар билан фаолият юритишини талаб этмоқда. Корхоналардаги махсус захираларга қўшимча равишда динамик захираларнинг тузиши активлар қиймати йўқотилганда, молиявий ташкилотлар ўз мажбуриятларини бажаролмаганда, ишлатиладиган захиралар миқдориди кескин ўзгаришлар юзага келганда баланслаштирувчи восита ролини ўтамоқда;

– молиявий инқироз қайта молиялаштириш рискинни камайтириш ва банклар ликвидлигини яхшилаш чора-тадбирлари доирасида ортиқча ташқи қарзларни шакллантирмаслик масалаларига алоҳида эътибор берилишини,

яъни банкларнинг ташқи қарзлари унинг жами мажбуриятларига нисбатан халқаро амалиёт даражасида бўлишини тасдиқлади;

– ривожланаётган мамлакатларда тизимли рискларни камайтириш мақсадида молия бозорининг самарали фаолиятига ва унга молиявий ресурсларнинг сафарбар этилишига қараб банк тизимида хусусий ва давлат банклари ўзаро мутаносиб равишда ривожланиши зарурлигини кўрсатди;

– иқтисодиётда юз берган инқирозли ҳолатлар, молия бозори барқарор ривожланиши учун ички ва ташқи салбий таъсирлардан ҳимояланиш ушбу бозор иқтисодий хавфсизлигини таъминлаш ҳамда унинг чегараларини белгилаш заруратини оширган;

– мамлакатимизда қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси сифатида инвестиция фондлари ва уларнинг активларини ишончли бошқарувчилар фаолияти бозорда барқарор фаолият юритиш тамойиллари асосида ривожланди, бу жараён давлат мулкини хусусийлаштириш ва иқтисодиётда бозор механизмларини босқисма-босқич шакллантириш учун олиб борилган иқтисодий-ҳуқуқий ислохотлар билан таъминланган. Улар фаолиятини ривожлантириш инвестицияларни тўғридан-тўғри тартибга солиш билан бир қаторда бозор механизмлари орқали тартибга солишга кўпроқ эътибор қаратилаётганини кўрсатади.

## **Фойдаланилган адабиётлар рўйхати**

### **1. Ўзбекистон Республикаси қонунлари ва ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатлари**

#### **1.1. Ўзбекистон Республикаси қонунлари**

1.1.1. Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги 2008 йил 22 июлдаги Қонуни.

1.1.2. Ўзбекистон Республикасининг «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги (янги таҳрири) Қонуни. Ўзбекистон Республикаси молиявий қонунлари. I – 3. – Тошкент, 2004. – Б.23 – 47.

1.1.3. Ўзбекистон Республикасининг «Чет эл инвестициялари тўғрисида»ги 1998 йил 30 апрелдаги Қонуни.

1.1.4. Ўзбекистон Республикасининг «Ташқи иқтисодий фаолият тўғрисида»ги 2000 йил 26 майдаги Қонуни.

1.1.5. «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги 1995 йил 21 декабрдаги Қонун.

1.1.6. Ўзбекистон Республикасининг «Суғурта фаолияти тўғрисида»ги 2002 йил 5 апрелдаги Қонуни.

#### **1.2. Ўзбекистон Республикаси Президенти фармонлари ва қарорлари**

1.2.1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 12 июлдаги ПҚ-670 сонли «Банкларнинг капиталлашувини янада ошириш ва иқтисодиётни модернизациялашдаги инвестиция жараёнларида уларнинг иштирокини фаоллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори.

1.2.2. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 7 ноябрдаги ПҚ-726 сонли «Банк тизимини янада ривожлантириш ва бўш пул маблағларини банк айланмасига жалб этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори.

1.2.3. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги ПҚ-1438 сонли «2011 – 2015 йилларда

республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги қарори.

1.2.4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2006 йил 27 сентябрдаги ПҚ-475 сонли «Қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори.

1.2.5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 10 апрелдаги ПҚ-618 сонли «Суғурта хизматлари бозорини янада ислоҳ қилиш ва ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори.

**1.3. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси қарорлари ва бошқа ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатлар**

1.3.1. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2008 йил 28 июлдаги 160-сонли «Қимматли қоғозлар бозори инфратузилмасини ривожлантиришга оид кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги қарори.

1.3.2. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 29 апрелдаги 196-сонли «Қимматли қоғозлар иккиламчи бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори.

1.3.3. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил 12 июлдаги 247-сонли «Биржадан ташқари валюта бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори.

1.3.4. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2004 йил 6 августда 1396-рақам билан давлат рўйхатидан ўтказилган «Корпоратив қимматли қоғозлар билан РЕПО битишувларни амалга ошириш тўғрисида»ги низом.

1.3.5. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2008 йил 18 июнда 1829-рақам билан давлат рўйхатидан ўтказилган «Ўзбекистон Республикасининг давлат қимматли қоғозлари билан РЕПО битимларини тузиш ва ижро этиш тартиби тўғрисида»ги низом.

1.3.6. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги то-

монидан 2011 йил 23 февралда 2201-рақам билан давлат рўйхатидан ўтказилган «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тижорат банкларига қайта молиялаш кредитларини бериш тартиби тўғрисида»ги низом. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг 2011 йил 2 январдаги 1/1-сон қарорига илова.

1.3.7. Порядок «Выпуска и обращения производных ценных бумаг», зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан от 2 апреля 1997 г. Регистрационный № 320.

1.3.8. Порядок «Проведения аукционов кредитных ресурсов в Республике Узбекистан» зарегистрирован Центрального Банка Республики Узбекистан от 20 апреля 1996 г. Регистрационный № 41.

## **2. Ўзбекистон Республикаси Президенти асарлари, маърузалари ва нутқлари**

2.1. Каримов И.А. Асосий вазифамиз – Ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир. – Тошкент: Ўзбекистон, 2010. – 80 б.

2.2. Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Тошкент: Ўзбекистон, 2009. – 56 б.

2.3. Каримов И.А. Мамлакатимизда демократик ислохотларни янада чуқурлаштириш ва фуқаролик жамиятини ривожлантириш концепцияси: Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Қонунчилик палатаси ва Сенатининг қўшма мажлисидаги маъруза. 2010 йил 12 ноябрь. – Тошкент: Ўзбекистон, 2010. – 56 б.

2.4. Каримов И.А. Барча режа ва дастурларимиз Ватанимиз тараққиётини юксалтириш, халқимиз фаровонлигини оширишга хизмат қилади. 2010 йилда мамлакатимизни ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш яқунлари ва 2011 йилга мўлжалланган энг муҳим устувор йўналишларга бағишланган ЎзР Вазирлар Маҳкамаси мажлиси-

даги маъруза. 2011 йил 21 январь. – Тошкент: Ўзбекистон, 2011. – 48 б.

2.5. И.А.Каримовнинг 2010 йил 3 майдаги Осиё тараққиёт банки бошқарувчилар кенгаши 43 йиллик мажлиси очилиш маросимидаги нутқи.

### 3. Китоб ва туркум нашрлар

3.1. Абрамов А. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с.

3.2. Алан Рот ва бошқалар. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2002.

3.3. Богл Д. Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла: новые императивы для разумного инвестора. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 539 с.

3.4. Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна. 7-е изд., доп. – М.: Институт новой экономики, 2007. – 1472 с.

3.5. Бутиков И. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. – Тошкент, 2008. – 224 с.

3.6. Вайс М.Д. Делай деньги во время кризиса на бирже / Пер. с англ. Под. ред. О.Сидоровой. – СПб.: Лидер, 2009 – 384 с.

3.7. Вахабов А, Жумаев Н., Ҳошимов Э. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари, хусусиятлари ва иқтисодиётга таъсирини юмшатиш йўллари. – Тошкент: Akademnashr, 2009. – 144 б.

3.8. Вахабов А., Ҳажибакиев Ш., Муминов Н. Хорижий инвестициялар. Ўқув қўлланма / И.ф.д. проф. А.В.Ваҳобовнинг умумий таҳрири остида. – Тошкент: Молия, 2010. – 328 б.

3.9. Вахабов А.В., Худякова Н.К. Международные ва-

лотно-кредитные и финансовые отношения. I часть. – Ташкент: Университет, 2003. – 276 с.

3.10. Ваҳобов А., Абдуллаев Ё. Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг «Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари» номли асарини ўрганиш бўйича ўқув қўлланма. – Тошкент: Iqtisod-moliya, 2009. – 194 б.

3.11. Ваҳобов А., Жумаев Н., Бурханов У. Халқаро молия муносабатлари. – Тошкент: Шарқ, 2003. – 400 б.

3.12. Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. Пер. с англ. 2-е издание, доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.

3.13. Гришина О.А., Звонова Е.А. Регулирование мирового финансового рынка: теория, практика, инструменты. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 410 с.

3.14. Джеймс Т. Деньги и финансы в макроэкономическом процессе // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 томах. – М.: Мысль, 2004. Т.V. Кн.1. – С.416 – 434.

3.15. Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок тенденции и инструменты. – М.: Экзамен, 2000. – 768 с.

3.16. Жумаев Н.Ҳ. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: моҳияти, сабаб-оқибатлари ва Ўзбекистонга таъсири. – Тошкент, 2009. – 56 б.

3.17. Жумаев Н.Ҳ. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш. – Тошкент: Fan va texnologiya, 2007. – 232 б.

3.18. Жумаев Н., Абдурахмонов О. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари ва уни бартараф этиш муаммолари. – Тошкент: Akademnashr, 2010. – 160 б.

3.19. Захаров А.В., Кириченко Д.А., Челмодеева Е.В. Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. 28-е изд., перераб. и доп. – М., 2002. – 80 с.

3.20. Каримов Н.Ф. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг

бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Тошкент: Fan va texnologiya, 2007. – 240 б.

3.21. Кругман П. Возвращение великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата. Пер. с англ. – М.: Эскмо, 2009. – 336 с.

3.22. Котиков В. Хедж-фонды: Игра на рынке по новым правилам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 184 с.

3.23. Макаров А.В. Инвестируем в паевые инвестиционные фонды – М.: Эксмо, 2005. – 94 с.

3.24. Макарчук З. Инвестиционные фонды в России и США: Анализ законодательства и практики правового регулирования. – М.: Экон-информ, 2002. – 153 с.

3.25. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Л.Н.Красавина. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 608 с.

3.26. Международный финансовый рынок: учеб. пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А.Слепова, д-ра экон. наук, проф. Е.А.Звоновой. – М.: Магистр, 2009. – 543 с.

3.27. Мертон Р.К. Приложения теории оценки опционов: двадцать пять лет спустя // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 томах. – М.: Мысль, 2005. Т. V. Кн.2. – С.207 – 243.

3.28. Миллер М.Г. Эмиссия облигаций для увеличения капитала // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 томах. – М.: Мысль, 2004. Т.V. Кн.1. – С.635 – 636.

3.29. Мировая экономика и международные экономические отношения: Учебник / Под. ред. проф. А.С.Булатова, проф. Н.Н.Ливенцева. – М.: Магистр, 2008. – 490 с.

3.30. Моисеев С.Р. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты: Учебное пособие, практикум по курсу. – М., 2005. – 205 с.

3.31. Ачилов М.Ф., Алиев М.Г., Котов В.А., Тешаев Ш.Ж., Хамидулин М.Б. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра. – Ташкент: Молия, 2002. – 268 с.

3.32. Нидерхоффер В., Кеннер Л. Практика биржевых

спекуляций / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 560 с.

3.33. О чем думают экономисты: Беседы с нобелевскими лауреатами / Пер. с англ. Под ред. П.Самуэльсона, У.Барнетта. – М., 2009. – 490 с.

3.34. Батра Р. Мошенничество Гриспена (Greenspan's Fraud). – М.: Попурри, 2006. – 496 с.

3.35. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. 6-е изд. / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – VIII + 648 с.

3.36. Рубцов Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

3.37. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: Учебник. – М., 2009. – 488 с.

3.38. Суэтин А.А. Международный финансовый рынок: Учебник. – М.: Кнорус, 2009. – 264 с.

3.39. Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – XII, 1028 с.

3.40. Финансовый кризис в России и в мире / Под ред. Е.Т.Гайдара. – М.: Проспект, 2009. – 256 с.

3.41. Фридмен М. Основы монетаризма / Под науч. ред. Д.А.Козлова. – М.: ТЕИС, 2002. – 175 с.

3.42. Ходиев Б., Бекмуродов Ш., Ғофуров У., Тухлиев Б. Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг «Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари» номли асарини ўрганиш бўйича ўқув қўлланма. – Тошкент: Иқтисодиёт, 2009. – 120 б.

3.43. Ҳошимов Э.А. Ўзбекистонда валюта бозорини эркинлаштириш: муаммолар ва ечимлар. – Тошкент: Akademnashr, 2010. – 168 б.

3.44. Шарп У.Ф. Цены фиксированных активов при наличии и отсутствии отрицательных позиций // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 томах. – М.: Мысль, 2004. Т.V. Кн.1. – С.651 – 673.

3.45. Шоулс М.С. Деривативы в динамической окружающей среде // Мировая экономическая мысль. Сквозь

призму веков. В 5 томах. – М.: Мысль, 2005. Т.V. Кн.2. – С.169 – 207.

3.46. Шохаъзамий Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Учебник. – Ташкент: Iqtisod-moliya, 2005. Кн.I. – 728 с.

3.47. Шумпетер Й. Теория экономического развития. – М., 1982. – 386 с.

3.48. Allen F., Gale D. Asset-Price Bubbles and Stock Market Interlinkages / Hunter W.C., Kaufman G.G. and M. Pomerleano (eds.). Asset-Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies. – Cambridge, MA: MIT Press, 2003.

3.49. Hayes M. Financial bubbles // A Handbook of Alternative Monetary Economics. Ed. by P. Arestis and M. Sawyer. Edward Elgar, 2006.

3.50. Hicks John. Mr. Keynes and the Classics. A Suggested Interpretation // Econometrika V (1937). – P.147 – 159.

3.51. Hull J. Options, Futures, and other Derivatives. Sixth Edition, Prentice Hall. – New Jersey, 2006. – 492 p.

3.52. Geert Rouwenhorst K. The Origins of Mutual Funds. – New Haven, 2003. – P.30.

3.53. Keynes John M. The Theory of Employment, Interest, and Money. – New York: Harcourt, 1936.

3.54. McCrary S.A. Hedge fund. – New Jersey: Wiley finance series, 2005. – 285 p.

3.55. Shumpeter J. Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. – N.Y., 1939. – P.70.

3.56. Soros G. The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What It Means. – New York: Public Affairs, 2008.

#### **4. Журнал ва газеталардаги мақолаларга ҳаволалар**

4.1. Абидов А. Кризисы на фондовых рынках // Биржа Эксперт. 2009. №2. – С.28 – 30.

4.2. Аронов Б. Международный рынок синдицированных займов в условиях глобального финансово-экономического кризиса // Международная экономика. 2009. №2. – С.4 – 11.

4.3. Бутиков И. Фондовый рынок Узбекистана в условиях кризиса мировой финансовой системы // Бозор, пул ва кредит. 2009. №1. – С.51 – 53.

4.4. Воронин С. Роль государства в преодолении последствий мирового финансового кризиса // Биржа Эксперт. 2009. №1. – С.38 – 40.

4.5. Григорьев Л., Салихов М. Финансовый кризис-2008: вхождение в мировую рецессию // Вопросы экономики. 2008. №12. – С.27 – 45.

4.6. Митяев Д.А. О динамике саморазрушения мировой финансовой системы // Экономические стратегии. 2009. №1.

4.7. Жумаев Н., Ҳошимов Э. Жаҳон молиявий инқирози Ўзбекистон нигоҳида // Биржа Эксперт. 2009. №1. – С.3 – 7.

4.8. Муинов Дж., Мишенькова О. Воздействие кризиса на инвестиционные процессы: ситуация в мире и Узбекистане // Биржа Эксперт. 2009. №2. – С.31 – 33.

4.9. Навой А. Российские кризисы образца 1998 и 2008 годов: найди 10 отличий // Вопросы экономики. 2009. №2. – С.2 – 38.

4.10. Новоселова Л. КНР: инвестиции и преодоление кризиса (о концепции и направлениях реализации китайском антикризисной политики) // Российский экономический журнал. 2009. №1 – 2. – С.61 – 73.

4.11. Рубинштейн А.Я. Некоторые теоретические соображения о природе нынешнего кризиса // Журнал Новой экономической ассоциации. 2009. №1 – 2.

4.12. Саркисянц А. Одной из особенностей развития инвестиционных фондов в последнее десятилетие является изменение их структуры // Б&Б. 2010. №1.

4.13. Сенчагов В.К. Финансовый кризис: механизм преодоления // ЭКО. 2009. №1. – С.49 – 60.

4.14. Сидорович В. Спекулятивный капитал как фактор кризиса // Экономист. 2009. №2. – С.43 – 51.

4.15. Суэтин А. О причинах современного финансового кризиса // Вопросы экономики. 2009. №1. – С.40 – 51.

4.16. Тамбовцев В. Финансовый кризис и экономическая теория // Вопросы экономики. 2009. №1. – С.133 – 138.

4.17. Юсим В. Первопричина мировых кризисов // Вопросы экономики. 2009. №1. – С.28 – 39.

4.18. Allen F., Morris S. and Postlewaite A. Finite bubbles with short sale constraints and asymmetric information // Journal of Economic Theory. 1993. Vol.61. – P.206.

4.19. Chou Yuan K. Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the Financial Sector Matters to the Real Economy // Journal of Economic Education. 2007. Vol.38. №1. – P.78 – 91.

4.20. Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. The Role of Large Players in Currency Crises // National Bureau of Economic Research. Working Paper 8303. May, 2001.

4.21. Forrester J.W. Innovations and Economic Change / / Futures. 1981. Vol.13. №13. – P.323 – 331.

4.22. Friedman M. The Role of Monetary Policy // American Economic Review. LVIII (1968). – P.1 – 21.

## **5. Илмий ишлар тўпламлари, конференция материаллари**

5.1. Доклад Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) «Глобальный экономический кризис: системные сбои и многосторонние способы преодоления» (2009 г. 19 март).

5.2. «Илм-фан ва замонавий тафаккур ижтимоий-иқтисодий тараққиёт гаровидир» мавзуидаги республика илмий-амалий конференция материаллари (Тошкент, 2007 йил 22 май).

5.3. «Эркин иқтисодиёт шароитида тармоқлар бўйича корхоналар иқтисодий фаолияти бошқаруви (муаммо ва

ечимлар)» мавзуидаги институтлараро илмий-амалий конференция материаллари. – Тошкент: Iqtisod-moliya, 2009. – 200 б.

5.4. «Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: иқтисодий, сиёсий ва ҳуқуқий жиҳатлари» мавзуидаги республика илмий-амалий конференция материаллари (Тошкент, 2009 йил 25 апрель).

5.5. «Инқирозга қарши чоралар дастурини амалга ошириш ва инқироздан кейинги барқарор ривожланишни таъминлашда банк-молия тизимининг ўрни» мавзуидаги республика илмий-амалий конференция материаллари (Тошкент, 2010 йил 21 май).

5.6. «Халқаро талаблар асосида тижорат банклари фаолиятини рейтинг баҳолаш» мавзуидаги республика илмий-амалий конференция материаллари (Тошкент, 2011 йил 7 март).

5.7. «Молия соҳасида мавжуд муаммолар ва уларни бартараф этиш йўллари» мавзуидаги республика олий ўқув юртлариаро илмий-амалий конференция материаллари (Тошкент, 2011 йил 7 апрель).

5.8. «Мамлакат иқтисодиётини инновацион ривожлантириш шароитида тижорат банкларининг молиявий барқарорлиги» мавзуидаги республика илмий-амалий конференция материаллари (Тошкент, 2011 йил 6 май).

## **6. Статистика ва ҳисобот материаллари**

6.1. Implications of the Growth of Hedge Funds. – Wash.: Staff Report to the US Securities and Exchange Commission, September 2003.

6.2. Ўзбекистон альманахи 2008. – Тошкент, 2009. – 152 б.

6.3. Альманах Ўзбекистон 2010. – Тошкент, 2010. – 168 б.

6.4. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказининг 2006 – 2010 йиллар бўйича ҳисоботлари

## 7. Интернет саҳифалари

- 7.1. <http://www.press-service.uz>
- 7.2. <http://www.imf.org>
- 7.3. <http://www.bis.org>
- 7.4. <http://www.cbu.uz>
- 7.5. [http:// www.g20.org/Documents](http://www.g20.org/Documents)
- 7.6. <http://www.world-exchanges.org/statistics>
- 7.7. <http://mf.uz>
- 7.8. <http://mab.micex.ru/papers>
- 7.9. <http://www.uzse.uz>
- 7.10. <http://www.worldbank.org>

## ИЛОВАЛАР

1-илова

Халқаро молия бозори ва уни тартибга солиш механизмларининг ривожланиши<sup>166</sup>

Халқаро валюта бозорини тартибга солиш механизmlари	Халқаро молия бозорининг ривожланиш bosқичлари			1976 йилдан hozirги вақтгача
	1867 – 1913	1922 – 1936	1944 – 1973	
Oлтин универсал тартибга solувчи механизм сифатида	Oлтин паритетлари		Долларнинг олтинга конвертацияла ниши. Бошқа валюталарнинг олтинга алмашиниши доллар орқали амалга оширилади. Бозорни ташқи тартибга солиш	Oлтиннинг расман демонетизациял аниши. Бозорни тартибга солишнинг бевосита ва билвосита усуллари
	Oлтин захира ва тартибга solувчи восита сифатида			
Валюта курси режими ни тартибга солиш	Барча валюталарнинг олтинга конвертацияла ниши. ʊзини ʊзи тартибга solувчи бозор	Доллар, фунт ва франкнинг олтинга конвертациялани ши. ʊзини ʊзи тартибга solувчи бозор	Олтинга алмашиниши доллар орқали амалга оширилади. Бозорни ташқи тартибга солиш	Эркин сузиш. Тартибга солишнинг билвосита
		Олтин нуқталар доирасида ʊзини ʊзи тартибга солиш	Қатъий беллиланган паритетлар ва курслар.	

	тартибга солиш (курсларнинг эркин тебраниши)	(чекланмаган эркин тебраниш)	Қаттиқ тартибга солиш ( $\pm 0,75$ ; $\pm 1,0\%$ )	усуллари
Халқаро молля институтлари орқали бозорни тўғридан-тўғри тартибга солиш	Конференция	Конференция, йиғилиш	ХВФ – бевосита тартибга солиш. Жаҳон банки гуруҳи ва минтақавий тартибга соливчи банклар ва фондларнинг ташкил этилиши ва уларга аъзо бўлиш (ЖБ, ОТБ, АТБ, ЕТТБ, ХХКБ) <sup>167</sup>	ХВФ ва бошқа халқаро тартибга соливчи органлар, катталик давлатлари саммитлари

<sup>166</sup> Муаллифлар томонидан тузилган.

<sup>167</sup> ХВФ – Халқаро валюта фонди, ЖБ – Жаҳон банки, ОТБ – Осиё тараққиёт банки, АТБ – Америка тараққиёт банки, ЕТТБ – Европа тикланиш ва тараққиёт банки, ХХКБ – Халқаро ҳисоб-китоблар банки.

2-илова

Халқаро молиявий воситалар ҳажми (млрд АҚШ долларида)<sup>68</sup>

Халқаро молиявий воситалар	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Банкларнинг ташқи кредитлари ва депозитлари	17153	16710	17772	18890	21388	25367	29703	32449	40245	51688	47151	44713	45233
Кредитлар	8211	7875	8318	8869	9999	11879	13847	15226	18956	24557	22808	21614	22004
Ривожланган мамлакатлар	5947	5867	6347	6784	7849	9316	10806	11912	14792	19215	17505	16439	16274
Ривожланмаётган мамлакатлар	887	801	735	703	697	793	908	1061	1299	1885	2012	1933	2217
Депозитлар	8943	8836	9455	10021	11389	13488	15856	17223	21289	27131	24342	23100	23228
Ривожланган мамлакатлар	6240	6032	6344	6771	7952	9321	10921	11929	14650	18918	17034	16201	16388
Ривожланмаётган мамлакатлар	880	900	1008	1039	1036	1176	1404	1650	2053	2527	2132	2041	2092
Нобанк ташилотларнинг ташқи кредитлари ва депозитлари	4163	4305	4470	4971	5632	6936	8059	8521	11016	13898	13166	12575	13360

<b>Кредитлар</b>	2007	2073	2077	2263	2522	3040	3493	3940	5074	6442	6238	5974	6370
Ривожланган мамлакатлар	1305	1383	1388	1534	1770	2165	2492	2720	3679	4626	4364	4107	4397
Ривожланаётган мамлакатлар	459	437	399	394	398	414	453	514	631	870	1010	994	1038
<b>Депозитлар</b>	2156	2232	2393	2708	3110	3895	4566	4681	5942	7456	6927	6601	6989
Ривожланган мамлакатлар	1339	1413	1473	1629	1937	2484	3014	3035	3903	4958	4576	4340	4704
Ривожланаётган мамлакатлар	376	407	414	443	433	475	469	528	627	813	793	802	849
<b>Халқаро синдикатлашган кредитлар</b>	218	286	346	278	262	268	403	486	602	663	199	302	636
Ривожланган мамлакатлар	204	267	300	249	238	236	358	407	504	541	159	220	546
Ривожланаётган мамлакатлар	12	16	36	19	19	24	34	66	88	106	34	70	73
<b>Халқаро қарз қимматли қозғолар жами</b>	4412	5469	6491	7597	9272	11702	13935	14600	18415	22700	23845	27004	27664
Ривожланган мамлакатлар	3482	4487	5445	6527	8090	10364	12443	13046	16631	20634	21772	24615	24957
Ривожланаётган мамлакатлар	508	542	587	583	629	698	784	838	996	1179	1184	1332	1546

Корпоратив халқаро қарз қимматли қоғозлар	656	790	933	1107	1251	1473	1599	1531	1850	2229	2431	3068	3570
Ривожланган мамлакатлар	546	674	813	978	1116	1324	1440	1358	1651	1993	2189	2776	3214
Ривожланмаётган мамлакатлар	103	105	106	109	112	122	130	144	169	202	207	252	309
Молиявий институтларнинг халқаро қарз қимматли қоғозлари	2674	3573	4410	5317	6628	8530	10368	11113	14356	17956	18881	20870	20779
Ривожланган мамлакатлар	2518	3408	4238	5130	6419	8275	10062	10734	13842	17297	18202	20127	19924
Ривожланмаётган мамлакатлар	120	121	117	116	135	170	210	264	377	502	517	564	671
Давлатнинг халқаро қарз қимматли қоғозлари	710	728	768	791	957	1193	1413	1413	1622	1855	1877	2265	2423
Ривожланган мамлакатлар	418	404	394	419	555	765	941	953	1137	1344	1381	1713	1818
Ривожланмаётган мамлакатлар	285	315	363	358	382	406	444	429	450	475	461	516	566
Халқаро облигациялар ва ноталар	4179	5110	5997	7200	8834	11133	13271	13950	17540	21563	22714	26071	26751

Ривожланган мамлакатлар	3267	4144	4970	6141	7665	9811	11797	12420	15793	19548	20685	23717	24081
Ривожланаётган мамлакатлар	501	535	578	579	625	691	778	830	981	1160	1170	1317	1532
Халқаро акциялар	28	62	54	33	19	60	68	106	134	165	102	248	288
Ривожланган мамлакатлар	24	50	40	28	13	40	49	66	76	80	98	201	200
Ривожланаётган мамлакатлар	3	8	11	2	4	18	15	29	50	76	4	41	76

3-илова

Ривожланаётган МДХ мамлакатларида акциялар бозори капиталлашувининг мамлакат ялпи ички маҳсулотига нисбатан салмоғи ҳисоби<sup>69</sup>

	31 декабрь 2005 йил	31 декабрь 2006 йил	31 декабрь 2007 йил	31 декабрь 2008 йил	31 декабрь 2009 йил	31 декабрь 2010 йил
<b>Россия Федерацияси</b>						
ЯИМ, млрд доллар	763,6	979,3	1348,9	1148,2	1290,0	1459,80
Акциялар бозори капитализацияси (АБК), млрд доллар	489,3	966,0	1328,8	375,0	763,5	959,8
ЯИМга нисбатан капитализация даражаси, фоизда ((АБК/ЯИМ)*100)	64,1	98,6	98,5	26,4	59,2	65,8
<b>Қозғоғистон</b>						
ЯИМ, млрд доллар	55,9	76,8	104,5	131,7	107,0	146,0
Акциялар бозори капитализацияси (АБК), млрд доллар	10,5	56,6	53,8	31,1	57,3	60,7

Украина						
ЯИМга нисбанан капитализация даражаси, фонзда (АБК/ЯИМ)*100	18,8	73,3	51,48	23,61	53,5	41,6
ЯИМ, млрд доллар	84,1	106,1	140,5	123,4	114,3	310,3
Акциялар бозори капитализацияси (АБК), млрд доллар	29,1	44,1	111,8	23,5	25,8	32,0
ЯИМга нисбатан капитализация даражаси, фонзда (АБК/ЯИМ)*100	34,6	41,6	79,6	19,0	22,6	10,3
Қирғизистон						
ЯИМ, млрд доллар	2,4	м/й	4,0	4,69	4,5	4,5
Акциялар бозори капитализацияси (АБК), млрд доллар	0,03	м/й	0,14	0,09	0,07	0,08
ЯИМга нисбатан капитализация даражаси, фонзда (АБК/ЯИМ)*100	1,5	м/й	3,5	1,9	1,6	1,8

Ўзбекистон						
ЯИМ, млрд доллар	13,49	16,74	21,83	26,45	31,82	37,70
Акциялар бозори капитализацияси (АБК), млрд доллар	0,08	0,09	0,21	0,35	0,37	0,57
ЯИМга нисбатан капитализация даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100	0,56	0,54	0,95	1,31	1,17	1,50

<sup>189</sup> Манба: <http://mab.micex.ru/parents> Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2005 – 2010 бюллетень биржевой статистики ва [www.stat.uz](http://www.stat.uz) Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитаси сайти, [www.sbu.uz](http://www.sbu.uz) Ўзбекистон Республикаси Марказий банки сайти маълумотлари асосида муаллифлар ҳисоб-китоблари.

4-илова

**Жаҳон ва ривожланган мамлакатлар акциялар  
бозори капиталлашувининг мамлакат ялпи ички  
маҳсулотига нисбатан салмоғи ҳисоби<sup>170</sup>**

	2005	2006	2007	2008	2009
Жаҳон					
ЯИМ, млрд доллар	44 445,5	48 204,4	54 545,1	60 917,5	57 843,4
Акциялар бозори капиталлашуви (АБК), млрд доллар	37 168,4	50 826,6	65 105,6	33 513,1	47 188,9
ЯИМга нисбатан капиталлашув даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100)	83,6	105,4	119,4	55,0	81,6
АҚШ					
ЯИМ, млрд доллар	12 455,8	13 194,7	13 807,6	14 441,4	14 119,1
Акциялар бозори капиталлашуви (АБК), млрд доллар	17 000,9	19 569,0	19 922,3	11 737,6	15 077,3
ЯИМга нисбатан капиталлашув даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100)	136,5	148,3	144,3	81,3	106,8

<sup>170</sup> Манба: ХВФнинг World Economic Outlook: «Recovery, Risk, and Rebalancing», October 2010 маълумотлари асосида ривожланган мамлакатлар таркиби шакллантирилди ва статистик маълумотлар, ушбу фонднинг Global Financial Stability Reports: «Market Developments and Issues», september 2006; «Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies», October 2007; «Financial Stress and Deleveraging Macrofinancial Implications and Policy», October 2008; «Navigating the Financial Challenges Ahead», October 2009; «Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity», October 2010 маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган ([www.imf.org](http://www.imf.org) маълумотлари асосида).

Канада					
ЯИМ, млрд доллар	1 132,4	1 275,3	1 436,1	1 499,6	1 336,1
Акциялар бозори капиталлашуви (АБК), млрд доллар	1 482,2	1 700,7	2 186,6	1 033,4	1 676,8
ЯИМга нисбатан капиталлашув даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100)	130,9	133,4	152,3	68,9	125,5
Франция					
ЯИМ, млрд доллар	2 126,7	2 252,0	2 593,8	2 867,0	2 656,4
Акциялар бозори капиталлашуви (АБК), млрд доллар	1 550,9	2 312,8	2 737,1	1 490,6	1 894,8
ЯИМга нисбатан капиталлашув даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100)	72,9	102,7	105,5	52,0	71,3
Германия					
ЯИМ, млрд доллар	2 791,7	2 899,4	3 320,9	3 673,1	3 338,7
Акциялар бозори капиталлашуви (АБК), млрд доллар	1 221,1	1 637,6	2 105,2	1 110,6	1 292,4
ЯИМга нисбатан капиталлашув даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100)	43,7	56,5	63,4	30,2	38,7
Италия					
ЯИМ, млрд доллар	1 765,5	1 852,6	2 104,7	2 313,9	2 118,3
Акциялар бозори капиталлашуви (АБК), млрд доллар	798,1	1 026,5	1 072,5	522,1	655,8
ЯИМга нисбатан капиталлашув даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100)	45,2	55,4	51	22,6	31,0
Буюк Британия					
ЯИМ, млрд доллар	2 229,5	2 394,7	2 765,4	2 680,0	2 178,9
Акциялар бозори капиталлашуви (АБК), млрд доллар	3 058,2	3 794,3	3 851,7	1 868,2	2 796,4

ЯИМга нисбатан капиталлашув даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100)	137,2	158,4	139,3	69,7	128,3
Япония					
ЯИМ, млрд доллар	4 567,4	4 356,2	4 381,6	4 910,7	5 068,9
Акциялар бозори капиталлашуви (АБК), млрд доллар	7 542,7	4 795,8	4 663,8	3 209,0	3 395,6
ЯИМга нисбатан капиталлашув даражаси, фоизда (АБК/ЯИМ)*100)	165,1	110,1	106,4	65,3	67,0

5-илова

**Жаҳон ва ривожланган мамлакатлар қарз муносабатли қимматли қоғозлар ҳажмининг мамлакат ялпи ички маҳсулотига нисбатан салмоғи ҳисоби<sup>171</sup>**

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Жаҳон</b>					
ЯИМ, млрд доллар	44 445,5	48 204,4	54 545,1	60 917,5	57 843,4
Ҳукумат қимматли қоғозлари, млрд доллар	23 055,5	25 634,7	28 632,1	31 665,9	36 403,4
Хусусий сектор қимматли қоғозлари, млрд доллар	35 893,6	43 099,7	51 189,8	51 863,7	55 679,0
Жами қарз муносабатли қимматли қоғозлар (ҚМҚҚ), млрд доллар	58 949,1	68 734,4	79 821,9	83 529,6	92 082,4
ЯИМга нисбатан ҚМҚҚ, фоизда (ҚМҚҚ /ЯИМ)*100)	133	143	146	137	159,2

<sup>171</sup> Манба: ХВФнинг World Economic Outlook: «Recovery, Risk, and Rebalancing», October 2010 маълумотлари асосида ривожланган мамлакатлар таркиби шакллантирилди ва статистик маълумотлар, ушбу фонднинг Global Financial Stability Reports: «Market Developments and Issues», september 2006; «Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies», october 2007; «Financial Stress and Deleveraging Macrofinancial Implications and Policy», october 2008; «Navigating the Financial Challenges Ahead», october 2009; «Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity», october 2010 маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган ([www.imf.org](http://www.imf.org) маълумотлари асосида).

<b>АҚШ</b>					
ЯИМ, млрд доллар	12 455,8	13 194,7	13 807,6	14 441,4	14 119,1
Ҳукумат қимматли қозғалари, млрд доллар	5927,9	6233,6	6594,0	7892,1	9478,2
Хусусий сектор қимматли қозғалари, млрд доллар	17 912,8	20 502,1	23 285,2	22 765,6	22 173,8
Жами қарз муносабатли қимматли қозғалар (ҚМҚҚ), млрд доллар	23 840,7	26 735,8	29 879,3	30 657,7	31 652,0
ЯИМга нисбатан ҚМҚҚ, фоизда ((ҚМҚҚ / ЯИМ)*100)	191	203	216	212	224,2
<b>Канада</b>					
ЯИМ, млрд доллар	1132,4	1275,3	1436,1	1499,6	1336,1
Ҳукумат қимматли қозғалари, млрд доллар	668,8	702,4	821,8	750,9	1005,8
Хусусий сектор қимматли қозғалари, млрд доллар	437,6	633,4	764,0	755,7	862,3
Жами қарз муносабатли қимматли қозғалар (ҚМҚҚ), млрд доллар	1106,4	1335,8	1585,7	1506,6	1868,1
ЯИМга нисбатан ҚМҚҚ, фоизда ((ҚМҚҚ / ЯИМ)*100)	98	105	110	100	139,8
<b>Франция</b>					
ЯИМ, млрд доллар	2126,7	2252,0	2593,8	2867,0	2656,4
Ҳукумат қимматли қозғалари, млрд доллар	1107,3	1241,1	1447,2	1481,6	1749,2

Хусусий сектор қимматли қоғозлари, млрд доллар	1762,8	2254,2	2919,6	3052,8	3410,3
Жами қарз муносабатли қимматли қоғозлар (ҚМҚҚ), млрд доллар	2870,1	3495,3	4366,8	4534,3	5159,5
ЯИМга нисбатан ҚМҚҚ, фоизда (ҚМҚҚ /ЯИМ)*100)	135	155	168	158	194,2
<b>Германия</b>					
ЯИМ, млрд доллар	2791,7	2899,4	3320,9	3673,1	3338,7
Ҳукумат қимматли қоғозлари, млрд доллар	1267,1	1479,1	1700,3	1646,7	1850,0
Хусусий сектор қимматли қоғозлари, млрд доллар	2828,1	3371,7	3905,8	3842,9	3893,1
Жами қарз муносабатли қимматли қоғозлар (ҚМҚҚ), млрд доллар	4095,2	4850,9	5606,1	5489,6	5743,1
ЯИМга нисбатан ҚМҚҚ, фоизда (ҚМҚҚ /ЯИМ)*100)	147	167	169	149	172,0
<b>Италия</b>					
ЯИМ, млрд доллар	1765,5	1852,6	2104,7	2313,9	2118,3
Ҳукумат қимматли қоғозлари, млрд доллар	1515,2	1759,0	2019,0	1998,7	2217,5
Хусусий сектор қимматли қоғозлари, млрд доллар	1368,8	1732,0	2201,1	2495,2	2888,0
Жами қарз муносабатли қимматли қоғозлар (ҚМҚҚ), млрд доллар	2884,0	3491,0	4220,1	4493,9	5105,5

ЯИМга нисбатан ҚМҚҚ, фоизда (ҚМҚҚ /ЯИМ)*100)	163	188	201	194	241,0
<b>Буюк Британия</b>					
ЯИМ, млрд доллар	2229,5	2394,7	2765,4	2680,0	2178,9
Ҳукумат қимматли қоғозлари, млрд доллар	685,5	841,5	913,5	835,1	1238,5
Хусусий сектор қимматли қоғозлари, млрд доллар	1870,1	2456,2	2931,2	3135,2	3473,8
Жами қарз муносабатли қимматли қоғозлар (ҚМҚҚ), млрд доллар	2555,6	3297,7	3844,7	3970,3	4712,3
ЯИМга нисбатан ҚМҚҚ, фоизда (ҚМҚҚ /ЯИМ)*100)	115	138	139	148	216,3
<b>Япония</b>					
ЯИМ, млрд доллар	4567,4	4356,2	4381,6	4910,7	5068,9
Ҳукумат қимматли қоғозлари, млрд доллар	6607,9	6750,6	7147,7	9116,3	9657,4
Хусусий сектор қимматли қоғозлари, млрд доллар	2037,8	1968,7	2069,8	2362,1	2263,5
Жами қарз муносабатли қимматли қоғозлар (ҚМҚҚ), млрд доллар	8645,7	8719,3	9217,5	11478,4	11920,9
ЯИМга нисбатан ҚМҚҚ, фоизда (ҚМҚҚ /ЯИМ)*100)	189	200	210	234	235,2

6-шлова  
**1998 – 2010 йиллари ҳосила молиявий воситаларнинг номинал қиймати (трлн АҚШ долларлари)<sup>172</sup>**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Жами, жумладан	80	88	95	111	142	197	258	298	415	595	548	615	601
Валюта битимлари	18	14	16	17	18	24	29	31	40	56	44	49	58
форвардлар	12	10	10	10	11	12	15	16	20	29	21	23	29
валютавий своплар	2	2	3	4	5	6	8	9	11	14	13	16	19
опционлар	4	2	2	2	3	6	6	7	10	13	10	10	10
Фоиз ставкаси учун битимлар	50	60	65	78	102	142	191	212	292	393	386	450	465
фоиз ставкасига форвардлар	6	7	6	8	9	11	13	14	19	27	35	52	52
фоиз ставкасига своплар	36	44	49	59	79	111	151	169	230	310	310	349	364
опционлар	8	9	9	11	14	20	27	29	43	57	41	49	49
Акциялар билан боғлиқ битимлар	1	2	2	2	2	4	4	6	7	8	6	7	6

<sup>172</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org) – Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида тузилган.

форвардлар ва своллар	0	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2	1	2	2
опционлар	1	2	2	2	3	4	5	6	6	6	6	6	5	4
Ҳомашё товарларига битимлар	0	1	1	1	1	1	5	7	8	4	4	4	3	3
олтин	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0
бошқа товарлар	0	0	0	1	1	1	5	6	8	4	4	3	3	3
Дефолтдан сургунлаш (credit default swaps)	-	-	-	-	-	6	14	29	58	42	33	30	30	30

7-илова

**Глобал биржадан ташқари деривативлар бозори,  
млрд АҚШ доллари (2008 йил июнь ҳолатига)<sup>173</sup>**

Бозор сегменти	Барча битимларнинг ялпи номинал қиймати	Ялпи бозор қиймати
Валюта деривативлари (Foreign exchange derivatives)	62 983	2262
Валюталарни айирбошлашга форвардлар ва свопплар (Outright forwards and forex swaps)	31 966	802
Тўловларни айирбошлашга свопплар (Currency swaps)	16 307	1071
Опционлар (Options)	14 710	388
Фоизли деривативлар (Interest rate derivatives)	458 304	9263
Форвард-фоиз битимлари (FRAs)	39 370	88
Свопплар (Swaps)	356 772	8056
Опционлар (Options)	62 162	1120
Акцияларга деривативлар (Equity-linked derivatives)	10 177	1146
Форвардлар ва свопплар (Forwards and swaps)	2657	283
Опционлар (Options)	7520	863
Товар деривативлари (Commodity derivatives)	13 229	2209
Олтинга шартномалар (Gold)	649	68
Форвардлар ва свопплар (Forwards and swaps)	12 580	2142
Кредит дефолт свопплари (Credit default swaps)	57 325	3172
Бошқалар (тақсимланмаган)	81 708	2301
<b>Жами</b>	<b>683 725</b>	<b>20 353</b>

<sup>173</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org) – Халқаро ҳисоб-китоблар банки ҳисобот маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

## МУНДАРИЖА

КИРИШ .....	3
<b>I БОБ. ГЛОБАЛ МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗ ШАРОИТИДА МОЛИЯ БОЗОРИ БАРҚАРОРЛИГИНИ ТАЪМИНЛАШНИНГ НАЗАРИЙ-КОНЦЕПТУАЛ АСОСЛАРИ</b>	
1.1. Молия бозорларидаги инқирозлар шаклланиши ва уларни бартараф этишнинг назарий-концептуал асослари .....	6
1.2. Молиявий глобаллашув шароитида молия бозорининг ривожланиш тенденциялари .....	26
1.3. Инвестиция фондларининг молия бозорида тутган ўрни, асосий турлари ва уларни тартибга солишнинг илғор хориж тажрибаси .....	47
1.4. Глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитида молия бозорини тартибга солиш механизми .....	73
<b>II БОБ. ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИ ШАРОИТИДА МОЛИЯ БОЗОРИ ТАРКИБИЙ ТУЗИЛМАСИ РИВОЖЛАНИШИНИНГ АМАЛДАГИ ҲОЛАТИ</b>	
2.1. Халқаро капитал ҳаракатининг асосий .....	102
шакллари ва уларнинг замонавий тенденциялари .....	102
2.2. Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари тараққиёти ва уларнинг халқаро бозорга интеграциялашув ҳолати .....	122
2.3. Ҳосила молиявий воситалар билан операция- ларнинг ривожланиши ва уларнинг молия бозори барқарорлигига таъсири .....	156
2.4. Жаҳон иқтисодиётида инвестиция фондлари ривожланишининг жорий ҳолати таҳлили .....	182
<b>III БОБ. ИНҚИРОЗ ШАРОИТИДА ЎЗБЕКИСТОН МОЛИЯ БОЗОРИНИНГ БАРҚАРОР РИВОЖЛАНИШИНИ ТАЪМИНЛАШ МАСАЛАЛАРИ</b> .....	215
3.1. Жаҳон молиявий инқирозининг Ўзбекистон молия бозори ривожланишига таъсири ва уни юмшатиш омиллари .....	215
3.2. Ўзбекистонда молия бозорининг барқарор ривожланишини таъминлаш ва инвестиция фондлари фаолиятини такомиллаштириш .....	245
Хулоса .....	280
Фойдаланилган адабиётлар рўйхати .....	287
Иловалар .....	299

*Илмий нашр*

Алимардонов Элшод Дилшодович,  
Султонбоева Мунира Баходировна,  
Абдувалиев Санжар Абдурахманович

**ГЛОБАЛ МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗ ШАРОИТИДА  
МОЛИЯ БОЗОРИ БАРҚАРОРЛИГИНИ ТАЪМИНЛАШ:  
НАЗАРИЙ-КОНЦЕПТУАЛ ВА  
АМАЛИЙ ЖИХАТЛАР**

**Муҳаррир:** Абдулла ШАРОПОВ

**Мусаҳҳиҳ:** Марҳабо ЖЎРАЕВА

**Бадий муҳаррир:** Феруза НАЗАРОВА

**Техник муҳаррир:** Дилшод НАЗАРОВ

Нашриёт лицензияси: AI №134, 27.04.2009  
Теришга берилди: 11.11.2011 й.  
Босишга рухсат этилди: 13.03.2012 й.  
Офсет қоғози. Қоғоз бичими: 84x108  $\frac{1}{32}$ .  
Arial гарнитураси. Офсет босма.  
Ҳисоб-нашриёт т.: 10,62. Шартли б.т.: 16,8.  
Адади: 1000 нусха.  
Буюртма № 17

«АКАДЕМНАШР» нашриётида нашрга тайёрланди  
ва чоп этилди.  
100156, Тошкент шаҳри, Чилонзор тумани, 20<sup>А</sup>-мавзе, 42-уй.

**Тел.:** (+998 71) 217-16-77  
**e-mail:** akademnashr@mail.ru